

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL  
ÉCOLE DES SCIENCES DE LA GESTION

LES DÉTERMINANTS FINANCIERS DES CESSIONS-BAIL

THÈSE  
PRÉSENTÉE  
COMME EXIGENCE PARTIELLE  
DU DOCTORAT EN ADMINISTRATION

PAR  
JACQUES SARREMEJEANNE

SEPTEMBRE 2009

UNIVERSITÉ DU QUÉBEC À MONTRÉAL  
Service des bibliothèques

Avertissement

La diffusion de cette thèse se fait dans le respect des droits de son auteur, qui a signé le formulaire *Autorisation de reproduire et de diffuser un travail de recherche de cycles supérieurs* (SDU-522 – Rév.01-2006). Cette autorisation stipule que «conformément à l'article 11 du Règlement no 8 des études de cycles supérieurs, [l'auteur] concède à l'Université du Québec à Montréal une licence non exclusive d'utilisation et de publication de la totalité ou d'une partie importante de [son] travail de recherche pour des fins pédagogiques et non commerciales. Plus précisément, [l'auteur] autorise l'Université du Québec à Montréal à reproduire, diffuser, prêter, distribuer ou vendre des copies de [son] travail de recherche à des fins non commerciales sur quelque support que ce soit, y compris l'Internet. Cette licence et cette autorisation n'entraînent pas une renonciation de [la] part [de l'auteur] à [ses] droits moraux ni à [ses] droits de propriété intellectuelle. Sauf entente contraire, [l'auteur] conserve la liberté de diffuser et de commercialiser ou non ce travail dont [il] possède un exemplaire.»

## REMERCIEMENTS

Cette thèse a constitué un véritable parcours initiatique où chaque jour, j'ai essayé de progresser, et ai appris à me connaître un peu plus. Cette démarche et ce travail ont essentiellement été possibles grâce à l'aide et l'implication de nombreuses personnes dont je voudrais souligner la contribution et que je voudrais remercier.

Mes premiers remerciements vont aux membres de mon comité qui m'ont guidé et dont les conseils et commentaires participent de la qualité de ce travail, et de son achèvement. Merci Madame Suzanne Landry et Monsieur Antolleno Callimaci d'avoir accepté d'être mes codirecteurs et merci Monsieur Robert Gagné d'avoir siégé sur mon comité, vous avez été les maîtres, sans lesquels je n'aurais mené ce travail à terme. Les nombreuses rencontres que nous avons eues, et vos commentaires ont chaque fois été des sources de motivation pour progresser et ne pas abandonner. Toujours, je vous en resterai reconnaissant.

Je voudrais remercier Madame Anne Fortin, Professeur à l'ESG-UQAM, d'avoir accepté d'être la présidente du jury d'évaluation et Monsieur Jean-Marie Gagnon, Professeur à l'Université Laval d'être l'examineur externe de la thèse.

Mes remerciements vont aussi à Monsieur Maher Kooli, Professeur à l'ESG-UQAM pour ses conseils.

Je voudrais aussi également les professeurs du département des sciences comptables de l'ESG-UQAM pour la confiance qu'ils m'ont témoignée tout au long de ce parcours, et les encouragements chaleureux que beaucoup d'entre eux m'ont souvent manifestés. Cette confiance et ces encouragements ont été de précieux atouts.

Un merci spécial à Monsieur Guy Cucumel, Directeur du département des sciences comptables de l'UQAM en 2001, qui a rapidement retourné mon premier appel au département, alors que j'envisageais pour la première fois de poursuivre des études doctorales.

Merci à Madame Lise Préfontaine, Directrice du programme de doctorat en administration de l'UQAM, pour sa confiance et son soutien et à Madame Marie-Hélène Trépanier,

assistante de gestion du programme de doctorat de l'UQAM, pour son accueil, son sourire et son professionnalisme.

Mes remerciements vont aussi à mes amis doctorants ou devenus docteurs, Hannen, Jackie, Lyne, Manon, Nadia, Richard, Sylvie, Sylvain et Waffa qui m'ont encouragé et avec qui nous avons partagé de nombreux instants d'enthousiasme.

Enfin, un dernier merci à mes parents, amis et maîtres spirituels qui n'ont cessé d'illuminer ce parcours.

## TABLE DES MATIÈRES

LISTE DES TABLEAUX .....	vi
RÉSUMÉ.....	vii
INTRODUCTION.....	1
CHAPITRE I	
LITTÉRATURE RELATIVE AUX CESSIONS-BAIL .....	7
1.1 Théorie statique de la structure de capital et cessions-bail .....	7
1.1.1 Fiscalité et cessions-bail.....	7
1.1.2 Détresse financière et cessions-bail.....	10
1.2 Résultats empiriques d'études relatives aux cessions-bail.....	12
1.2.1 Cessions-bail et rendements anormaux .....	13
1.2.2 Cessions-bail et gains fiscaux .....	15
1.2.3 Cessions-bail et détresse financière.....	16
1.3 Acquis, limites et perspectives .....	17
CHAPITRE II	
DÉVELOPPEMENT THÉORIQUE.....	21
2.1 Cadre décisionnel du choix d'un mode de financement .....	22
2.2 Analyse des caractéristique financières des cessions-bail.....	26
2.2.1 Mode de financement hors bilan .....	27
2.2.2 Mode de financement fortement garanti .....	30
2.2.3 Mode de financement à long terme .....	35
2.2.4 Forme hybride de financement hors marché et forme d'autofinancement.....	38
2.3 Hypothèses théoriques .....	41
2.3.1 Hypothèse des coûts de détresse financière .....	41
2.3.2 Hypothèse des opportunités de croissance .....	43
2.3.3 Hypothèse des liquidités disponibles .....	45
2.3.4 Hypothèse du risque d'exploitation.....	47
2.3.5 Hypothèse fiscale .....	48
CHAPITRE III	
ÉCHANTILLONNAGE ET MÉTHODOLOGIE.....	51
3.1 Sélection de l'échantillon.....	51

3.2	Mesure des variables.....	53
3.2.1	Mesure de l'avantage de réaliser une cession-bail .....	53
3.2.2	Mesure des déterminants et hypothèses empiriques .....	55
3.3	Collecte des données.....	66
3.3.1	Variable dépendante.....	66
3.3.2	Variables indépendantes.....	67
3.4	Description de l'échantillon .....	69
3.4.1	Statistiques descriptives de la variable dépendante.....	69
3.4.2	Statistiques descriptives des variables explicatives.....	71
3.4.3	Matrice de corrélation des variables explicatives.....	78
3.5	Choix du modèle.....	80
CHAPITRE IV		
ANALYSE DES RÉSULTATS .....		85
4.1	Analyse univariée.....	85
4.2	Analyse multivariée .....	88
4.3	Analyse de sensibilité.....	93
4.3.1	Sensibilité à la fréquence des transactions .....	93
4.3.2	Sensibilité à la sélection de l'échantillon .....	95
4.3.3	Sensibilité aux mesures de certaines variables.....	100
4.3.4	Sensibilité au choix du modèle et son mode d'estimation .....	103
4.4	Conclusion relative aux résultats .....	103
CONCLUSION .....		104
APPENDICE A		
EXTRAITS D'ANNONCES DE CESSIONS-BAIL FAITES DANS LA PRESSE		
D'AFFAIRES CANADIENNE EN 2005 .....		110

## LISTE DES TABLEAUX

Tableau	page
3.1	Description de la sélection des entreprises de l'échantillon (panel complet) .... 53
3.2	Sources des données collectées ..... 68
3.3	Codification de la variable dépendante..... 69
3.4	Répartition des entreprises avec cessions-bail en fonction du nombre d'observations positives ..... 70
3.5	Statistiques descriptives des variables indépendantes ..... 71
3.6	Liste des taux d'endettement négatifs..... 73
3.7	Exemple d'ajustement d'un taux d'endettement négatif ..... 74
3.8	Statistiques relatives au taux d'endettement ajusté ..... 75
3.9	Statistiques relatives à la valeur absolue du bêta modifié ..... 76
3.10	Description synthétique des niveaux d'imposition..... 77
3.11	Matrice de corrélation des variables (coefficients de Pearson) ..... 79
3.12	Nomenclature des variables observées du modèle empirique ..... 83
4.1	Analyse comparative entre le groupe des entreprises avec cessions-bail et le groupe des entreprises sans cession-bail ..... 86
4.2	Analyse multivariée, modèle probit avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises..... 89
4.3	Analyse multivariée, modèle probit avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises, sans les entreprises avec cessions-bail multiples ..... 94
4.4	Description de la sélection des entreprises de l'échantillon (panel incomplet). 95
4.5	Analyse multivariée, modèle probit avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises (panel incomplet)..... 97
4.6	Présentation des valeurs extrêmes maximales..... 98
4.7	Valeurs extrêmes retirées..... 98
4.8	Analyse multivariée, modèle probit avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises (panel incomplet et valeurs extrêmes retirées) ..... 99
4.9	Analyse multivariée, modèle probit avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises, avec conservation des taux d'endettement négatifs..... 101
4.10	Analyse multivariée, modèle probit avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises, avec variable fiscale continue..... 102

## RÉSUMÉ

Régulièrement la presse d'affaires canadienne annonce des cessions-bail se chiffrant en dizaines, voire centaines de millions de dollars. Une cession-bail consiste en la vente d'un bien et sa reprise à bail immédiate par le vendeur; à l'issue de la transaction, les parties sont alors liées par un contrat de location-acquisition ou de location-exploitation. La lecture des annonces de cessions-bail indique un « goût » des dirigeants pour les sources de financement hors bilan, et montre des objectifs économiques tels que réduire certaines formes d'endettement ou réaliser des opportunités de croissance. Par ailleurs, les conclusions de la littérature empirique, relative aux effets des cessions-bail sur la richesse des actionnaires des vendeurs-preneurs offre d'autres perspectives explicatives telles que la réalisation de gains fiscaux ou la réduction de coûts de faillite.

Identifier quels sont les déterminants financiers des cessions-bail constitue le propos de cette thèse, l'objectif étant de porter un éclairage sur les motivations financières de ces transactions.

Pour atteindre cet objectif, ces transactions sont identifiées comme le choix de recourir à un mode de financement particulier, et un cadre théorique décisionnel du choix d'un mode de financement est défini, en considérant les implications de la théorie statique de la structure de capital, de la théorie de la hiérarchie des modes de financement et de la théorie de l'agence. Il en découle cinq hypothèses explicatives du choix de recourir à une cession-bail, où l'avantage d'une telle transaction serait déterminé par les coûts de détresse financière du vendeur-preneur, ses opportunités de croissance, son insuffisance de liquidités, ses niveaux de risque et d'imposition.

Un échantillon de 287 entreprises ouvertes canadiennes a été sélectionné, et a permis d'obtenir un panel complet de données sur six années (2000-2005), représentant 1 722 observations, dont 83 avec cessions-bail. Les hypothèses sont testées avec un modèle probabiliste de type probit, où la variable dépendante prend la valeur « 1 » lorsqu'une ou plusieurs cessions-bail sont observées au cours d'un exercice comptable, et que le vendeur-preneur est susceptible de bénéficier des avantages qui leur sont associés.

Conformément à certaines hypothèses, les résultats montrent que la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au taux d'endettement et à la valeur absolue du bêta modifié du vendeur-preneur, et négativement associée à son ratio de liquidité. Les cessions-bail semblent donc déterminées par les coûts de détresse financière des vendeurs-preneurs, leur manque de liquidités et leur risque d'exploitation. Par contre, contrairement à la seconde l'hypothèse, ils montrent que la probabilité de réaliser cette transaction est négativement associée au ratio de la valeur marchande des actifs du vendeur-preneur sur leur valeur comptable. Les vendeurs-preneurs apparaissent comme ayant peu d'opportunités de croissance valorisées par les marchés financiers, les cessions-bail ne semblent pas être réalisées pour financer des investissements de croissance. Enfin, contrairement à l'hypothèse fiscale, les résultats ne permettent pas de conclure que le faible niveau d'imposition du vendeur-preneur est associé à la probabilité de faire une cession-bail. Aucune association n'est montrée, entre cette probabilité et le niveau d'imposition du vendeur-preneur qui n'apparaît pas être un déterminant des cessions-bail.



## INTRODUCTION

La recherche porte sur les déterminants financiers des transactions de cession-bail, susceptibles d'expliquer pourquoi une entreprise propriétaire d'un actif immobilisé prend la décision de le vendre, et d'en conserver la jouissance en le louant, sous la forme d'un contrat de location-exploitation ou de location-acquisition. Régulièrement la presse d'affaires canadienne annonce des cessions-bail se chiffrant en dizaines, voire centaines de millions de dollars<sup>1</sup>. Le paragraphe 65 du chapitre 3065 du Manuel de l'ICCA définit une cession-bail comme une opération consistant en la vente d'un bien et sa reprise à bail immédiate par le vendeur. Cette transaction implique un vendeur-preneur initialement propriétaire du bien qui en devient locataire, et un acheteur-bailleur qui acquiert le bien, en assure le financement, et le laisse à la disposition de l'ancien propriétaire moyennant un loyer. À l'issue de la transaction les parties sont alors liées par un contrat de location-acquisition ou de location-exploitation.

Identifier quels sont les déterminants financiers des cessions-bail constitue le propos de cette thèse; l'objectif est de porter un éclairage sur les motivations financières de ces transactions.

Alors qu'une cession-bail ne modifie pas les ressources à long terme dont dispose un vendeur-preneur et donc son potentiel de création de valeur, elle peut être l'occasion de modifier la présentation de ses états financiers, qu'il s'agisse de la structure de ses actifs ou de celle de son financement, et donc les ratios comptables qui en découlent.

Une cession-bail peut modifier significativement l'information présentée aux lecteurs des états financiers. En effet, suite à une cession-bail et selon le paragraphe 66 du chapitre 3065 du Manuel de l'ICCA : « *le bail doit être comptabilisé comme un contrat de location-acquisition, de location-financement ou de location-exploitation, selon ce qui convient pour le vendeur-preneur et l'acheteur-bailleur.* » Ces normes comptables canadiennes offrent

---

<sup>1</sup> Appendice A : Exemples d'annonces répertoriées dans la presse d'affaires canadienne en 2005 et représentant des ventes d'actifs de plus de 500 millions de dollars.

l'opportunité aux entreprises, par la réalisation de cessions-bail aboutissant à des contrats de location-exploitation, de mettre en place des financements « hors bilan », pour lesquels, selon le paragraphe 32 du chapitre 3065 : *« on doit indiquer au lecteur le total des paiements minimums futurs exigibles en vertu de contrats de location-exploitation, ainsi que leur montant pour chacun des cinq exercices suivants »*. Par cette opération, un bien, qui figurait dans les actifs immobilisés du bilan d'une entreprise, disparaît, et un financement initialement inscrit au passif du bilan de cette entreprise peut en être « sorti », pour être ensuite divulgué sous la forme d'une note dans les états financiers. Le tout restant égal par ailleurs, une telle transaction vient influencer certains ratios comptables; elle provoque par exemple, une baisse du taux d'endettement, une baisse du ratio des actifs immobilisés sur le total des actifs et une augmentation du ratio de liquidité.

Par ailleurs, dans plusieurs articles empiriques<sup>2</sup>, la littérature relative aux cessions-bail montre une association entre des annonces de cessions-bail et des rendements anormaux, pour les actions des vendeurs-preneurs. Ces transactions sont donc susceptibles d'avoir une influence sur la valeur du vendeur-preneur. Si les rendements anormaux montrés sont positifs pour la majorité des transactions, dans de nombreux cas ils sont négatifs, indiquant qu'une cession-bail peut être plus ou moins créatrice de valeur.

D'où la question des déterminants financiers d'une transaction dont le potentiel est cosmétique et économique.

Les motivations pour réaliser une cession-bail, proposées par les dirigeants des vendeurs-preneurs lorsqu'ils annoncent ce type de transaction, ne sont généralement pas très explicites. Par exemple, le 1<sup>er</sup> novembre 2004, Rona Inc (TSX : RON) annonce une transaction de cession-bail de 102,8 millions de dollars et précise à travers son responsable des communications qu'elle le fait lorsque cela lui est utile et profitable, sans plus de précision<sup>3</sup>. D'autres communiqués<sup>4</sup> sont parfois plus précis dans l'énoncé des motivations des transactions annoncées, par exemple certains font référence à renforcer le bilan (Spectra Premium, Datec Group, Lab International, Neurochem), réduire l'endettement bancaire

---

<sup>2</sup> Rutherford (1990), Slovin *et al.* (1990), Rutherford (1992), Alvayay *et al.* (1995), Moyer et Krishnan (1995), Ezzell et Vora (2001), Devaney et Lizieri (2004), Fisher (2004) et Grönlund *et al.* (2004).

<sup>3</sup> Rona Inc / Presse Canadienne, 02 novembre 2004.

<sup>4</sup> Voir en annexe 1 les extraits des communiqués et leurs références.

(Spectra Premium) ou l'endettement garanti (Datec Group, LAB International, Groupe Jean Coutu, Neurochem), financer des opportunités de croissance<sup>5</sup> (LAB International, Canadian Tire, ID Biomedical, Spectra Premium) ou respecter le choix stratégique de louer plutôt que de posséder des immeubles (Banque de Montréal).

Ces motivations indiquent un « goût » des dirigeants pour les sources de financement hors bilan, et font référence à des objectifs économiques tels que réduire certaines formes d'endettement ou réaliser des opportunités de croissance. Cependant, ces motivations ne semblent pas correspondre aux conclusions de la littérature<sup>6</sup> empirique qui s'est principalement intéressée aux effets des cessions-bail sur la richesse des actionnaires des vendeurs-preneurs. Cette littérature offre comme perspective explicative du recours aux cessions-bail, le bénéfice d'un coût moins élevé que celui d'autres formes d'endettement qui découlerait de gains fiscaux, et de plus faibles coûts de faillite ou d'asymétrie d'information.

La lecture des annonces de cessions-bail et celle de la littérature relative à ces transactions soulève la question des déterminants financiers des cessions-bail. Cette question reste ouverte et pertinente, principalement pour trois raisons. Premièrement, on constate une absence de référence commune, entre les motivations des cessions-bail proposées par les dirigeants des vendeurs-preneurs dans la presse d'affaires canadienne, et les perspectives d'explications de ces transactions offertes par la littérature; deuxièmement, les rendements anormaux montrés par cette littérature en traduisent un impact économique significatif pour les actionnaires des vendeurs-preneurs; troisièmement, l'étude de la littérature ne semble pas montrer que la question ait été, en ces termes, directement abordée.

Pour atteindre son objectif d'identifier un ensemble de déterminants financiers des cessions-bail, la thèse est articulée autour de quatre chapitres.

Le premier chapitre est une revue de la littérature qui s'est intéressée aux cessions-bail. L'objectif de ce chapitre est de présenter les fondements théoriques et les résultats de cette

---

<sup>5</sup> Les opportunités de croissance font référence à des initiatives stratégiques (Canadian Tire), à la poursuite de programmes de recherche et développement (ID Biomedical, LAB International), à la réalisation de programmes commerciaux (ID Biomedical) ou de plans d'expansion (Spectra Premium).

<sup>6</sup> Rutherford (1990), Slovin *et al.* (1990), Rutherford (1992), Alvaay *et al.* (1995), Moyer et Krishnan (1995), Ezzell et Vora (2001), Devaney et Lizieri (2004), Fisher (2004) et Grönlund *et al.* (2004).

littérature qui est essentiellement empirique, et d'en identifier les limites et perspectives. Il souligne que les recherches qui constituent cette littérature, sont essentiellement fondées sur la théorie statique de la structure de capital et montrent que des rendements anormaux sont associés aux annonces de cessions-bail. Conformément à la théorie statique de la structure de capital, l'ampleur des rendements anormaux observés est expliquée par la situation fiscale des vendeurs-preneurs et leurs coûts de détresse financière.

Le second chapitre constitue un développement théorique dont l'objectif est la définition d'un ensemble d'hypothèses quant aux déterminants du choix de faire une transaction de cession-bail. Dans un premier temps, le chapitre identifie une cession-bail comme le choix de recourir à un mode de financement particulier. Ensuite, il définit un cadre théorique décisionnel du choix d'un mode de financement, en considérant les implications de la théorie de la hiérarchie des modes de financement et de la théorie de l'agence. Puis au sein de ce cadre décisionnel, il analyse les caractéristiques financières d'une cession-bail qui représente un mode de financement fortement garanti, à long terme, obtenu hors des marchés financiers, pouvant être considéré d'origine hybride, à la fois interne et externe. De cette analyse, découlent cinq hypothèses explicatives du choix de recourir à une cession-bail, où l'avantage de recourir à une cession-bail est proposé d'être déterminé par les coûts de détresse financière du vendeur-preneur, la valeur de marché de ses opportunités de croissance, son insuffisance de liquidités, ses niveaux de risque et d'imposition.

Le troisième chapitre expose la méthodologie utilisée pour tester empiriquement les hypothèses théoriques. Premièrement, le chapitre décrit comment un échantillon de 287 entreprises ouvertes canadiennes a été sélectionné, pour obtenir un panel complet de données sur six années (2000-2005), représentant 1722 observations, dont 83 avec cessions-bail. Deuxièmement, il définit les mesures des déterminants proposés par les hypothèses théoriques, pour aboutir à l'énoncé de cinq hypothèses empiriques. Ensuite, après la présentation de la manière dont les données ont été collectées, l'échantillon est décrit, à travers un ensemble de statistiques relatives à l'avantage de réaliser une cession-bail et ses variables explicatives. Enfin, pour tester la pertinence des déterminants proposés, un modèle théorique est proposé et le modèle empirique qui en découle est présenté.

Le quatrième chapitre est une présentation et une analyse des résultats en modes univarié et multivarié, il comprend aussi une analyse de sensibilité. L'analyse univariée montre qu'il existe parfois des différences significatives, entre un groupe de 50 entreprises qui ont réalisé des cessions-bail entre 2000 et 2005, et un groupe de 237 entreprises qui n'en n'ont pas réalisé. L'analyse multivariée a pour objectif de confirmer les analyses univariées, et de tester formellement les hypothèses empiriques avec le modèle proposé. Enfin, l'analyse de sensibilité permet d'estimer la force des résultats décrits lors des analyses précédentes. Elle consiste à tester la sensibilité des résultats, à certaines données, aux choix de certaines mesures des déterminants, aux choix du modèle et de son mode d'estimation.

Dans l'ensemble les analyses de sensibilité montrent que les résultats sont robustes. Ils sont conformes à trois hypothèses ( $H_{a1}$ ,  $H_{a3}$ ,  $H_{a4}$ ) pour lesquelles ils sont statistiquement significatifs. Ils montrent que la probabilité de réaliser une cession-bail est : ( $H_{a1}$ ) positivement associée au taux d'endettement du vendeur-preneur, ( $H_{a3}$ ) négativement associée à son ratio de liquidité et ( $H_{a4}$ ) positivement associée la valeur absolue de son bêta modifié. Les cessions-bail semblent donc déterminées par les coûts de détresse financière des vendeurs-preneurs, leur manque de liquidités et leur risque d'exploitation. Par contre, contrairement à l'hypothèse  $H_{a2}$ , ils montrent que cette probabilité est négativement associée au ratio de la valeur marchande des actifs du vendeur sur leur valeur comptable. Les cessions-bail n'apparaissent donc pas déterminées par les opportunités de croissance des vendeurs-preneurs, qui ne semblent pas réaliser ce type de transaction pour financer des investissements de croissance. Enfin, alors que l'hypothèse fiscale  $H_{a5}$  prédit une association négative entre la probabilité de réaliser une cession-bail et le niveau d'imposition du vendeur-preneur, les résultats ne montrent aucune association. Les cessions-bail n'apparaissent pas déterminées par le niveau d'imposition du vendeur-preneur.

Ces résultats apportent un éclairage sur les motivations financières de réaliser une cession-bail. Ils viennent renforcer ceux de la littérature empirique relative aux cessions-bail, en confirmant les motivations liées aux coûts de détresse financière; ces motivations ne sont jamais proposées dans la presse d'affaires par les protagonistes de ces transactions. Par contre, ils ne confirment ni les motivations fiscales montrées par cette littérature, ni les

allégations de la presse d'affaires selon lesquelles les cessions-bail seraient effectuées pour exercer des opportunités de croissance.

Ils ouvrent des avenues de recherche quant à la relation négative entre l'avantage de réaliser une cession-bail et les opportunités de croissance, et l'influence de ce type de transaction sur la valeur pour l'actionnaire du vendeur-preneur, pour les entreprises de l'échantillon.

## CHAPITRE I

### LITTÉRATURE RELATIVE AUX CESSIONS-BAIL

Plusieurs articles empiriques<sup>7</sup> relatifs aux cessions-bail présentent les résultats d'études évènementielles qui s'inscrivent essentiellement dans le cadre de la théorie statique de la structure de capital. Ils montrent que les annonces de cessions-bail sont associées à des rendements anormaux pour les actionnaires des vendeurs-preneurs, donc que ces transactions ont potentiellement une influence sur la valeur du vendeur-preneur. Conformément aux implications de la théorie statique de la structure de capital, ces rendements anormaux apparaissent comme positivement associés aux coûts de détresse financière du vendeur-preneur et négativement associés à son niveau d'imposition.

#### 1.1 Théorie statique de la structure de capital et cessions-bail

La théorie statique de la structure de capital a été dominée par la recherche d'une structure optimale de capital entre capitaux propres et endettement (Shyam-Sunder et Myers, 1999). Elle prédit que les entreprises cherchent à s'endetter pour bénéficier d'avantages fiscaux associés aux dettes et attribue à la variable fiscale un rôle déterminant dans le choix de recourir à un mode de financement.

##### 1.1.1 Fiscalité et cessions-bail

Les avantages fiscaux liés aux dettes et dont peuvent bénéficier les entreprises sont inhérents à la réglementation fiscale en place. Dans une revue de littérature relative à l'implication de la fiscalité sur le financement des entreprises, Graham (2003) rappelle que le cadre fiscal américain dit « classique » est caractérisé par : l'imposition des bénéfices des sociétés par

---

<sup>7</sup> Par exemple : Rutherford (1990), Slovin *et al.* (1990), Rutherford (1992), Alvayay *et al.* (1995), Moyer et Krishnan (1995), Ezzell et Vora (2001), Devaney et Lizieri (2004), Fisher (2004) et Grönlund *et al.* (2004).

actions, la déductibilité fiscale des intérêts financiers, leur coût restant alors net d'impôt, et la non déductibilité des dividendes payés à même les bénéfices nets d'impôt. Dans ce type de contexte, la littérature américaine arrive à la conclusion que toute chose restant égale par ailleurs, la valeur des entreprises imposables augmente avec le recours à l'endettement, à cause de l'avantage fiscal lié à la déductibilité des intérêts financiers. Pour les entreprises, cet avantage constitue une incitation à se financer par endettement.

Dans un contexte où les amortissements d'actifs immobilisés, les intérêts financiers payés sur les emprunts, et les loyers payés sont fiscalement déductibles, ces déductibilités constituent des avantages fiscaux. Lorsqu'un bien est loué, l'avantage fiscal de la déductibilité des amortissements et des intérêts revient au propriétaire du bien, alors que l'avantage fiscal de la déductibilité des loyers revient au locataire du bien. Dans un tel contexte, particulièrement quand les taux d'imposition des locataires sont élevés et qu'il existe une possibilité d'amortissement accéléré fiscalement déductible, plusieurs sources d'économies d'impôts pour le locataire sont proposées par la littérature (Lewellen *et al.*, 1976; Miller et Upton, 1976; Myers *et al.*, 1976) et pourraient être le motif de recourir à la location,

Cependant, aucune de ces sources d'économies fiscales ne fait l'unanimité en recherche.

Appliqués à des montants identiques, l'avantage fiscal d'une entreprise, dont le taux d'imposition est plus faible, est moins important que celui d'une entreprise dont le taux d'imposition est plus fort. La location pourrait être fiscalement avantageuse lorsque le locataire est soumis à un taux d'imposition plus faible que le bailleur. Dans une telle situation, un bailleur bénéficiant d'un avantage fiscal plus fort qu'un locataire, ce bailleur pourrait transférer au locataire une partie de l'avantage fiscal dont il bénéficie à travers des loyers moins importants (Myers *et al.*, 1976). Cependant d'autres analyses, qui ont tenté d'identifier les conditions d'émergence d'un tel avantage fiscal de la location par rapport à l'acquisition-endettement, arrivent à des conclusions plus ou moins optimistes quant à la possibilité de cet avantage fiscal. Pour Lewellen *et al.* (1976) l'effet fiscal n'est pas clairement acquis, il peut aller dans les deux sens, rendant l'effet global problématique en termes de valeur. Par exemple, une hausse du taux d'imposition d'un bailleur baisse la valeur des loyers reçus (effet négatif), mais augmente la valeur de l'avantage lié à la déductibilité



fiscale des amortissements et des intérêts financiers (effet positif). De plus, ils rappellent que s'il existe un véritable avantage et s'il est exploité à grande échelle, l'administration fiscale aura tout lieu d'intervenir pour faire disparaître cet avantage. Pour Millet et Upton (1976) la conclusion néo-classique d'équivalence entre louer et emprunter demeure, sauf lorsque l'on prend en considération les particularités de la loi fiscale américaine relatives aux crédits d'impôts à l'investissement. L'accès à ces subventions n'étant pas toujours possible pour les entreprises utilisatrices d'actifs à long terme, les bailleurs auraient tendance à devenir des entreprises, entre autres, spécialisées dans l'obtention de ces subventions, et pourraient en faire bénéficier leurs locataires.

La littérature propose ainsi un ensemble hétérogène de conditions fiscales (différentiels de taux d'imposition entre preneurs et bailleurs, subventions à l'investissement, amortissements accélérés) théoriquement susceptibles de rendre la location fiscalement avantageuse par rapport à l'endettement, pour les entreprises plus faiblement imposées. Conformément à cette conclusion, plusieurs études empiriques montrent effectivement une association négative entre le taux d'imposition des sociétés et leur recours à la location, les entreprises avec un taux d'imposition plus bas ayant tendance à recourir davantage à la location.

Avec un échantillon comprenant plus de 18 000 observations sur la période de 1981 à 1992, Graham *et al.* (1998) montrent un lien significativement positif entre l'endettement et le taux marginal d'imposition, confirmant l'avantage fiscal de l'endettement. Ils montrent un lien significativement négatif entre le recours à la location-exploitation et le taux marginal d'imposition, accréditant que les entreprises les moins imposées auraient davantage recours à la location. Enfin, la location-acquisition représentant un mélange de dettes et de locations, ils n'établissent pas de lien clair avec le taux marginal d'imposition.

Deux autres études viennent confirmer ces conclusions d'associations négatives entre taux d'imposition et recours à la location : la première (Kang et Long, 2001) avec un échantillon de 4 781 observations sur 1984-1993, la seconde (Duke *et al.*, 2002) avec un échantillon de 187 entreprises (179 entreprises pour l'année fiscale 1984 et huit entreprises pour l'année fiscale 1985). Ces études utilisent des échantillons de tailles différentes, des méthodologies différentes et des mesures différentes du taux d'imposition; par contre, leurs conclusions sont

semblables quant à l'association positive entre endettement et taux d'imposition et quant à l'association négative entre recours à la location et taux d'imposition.

En matière de cession-bail, dans la mesure où cette transaction aboutit à la mise en place d'un contrat de location, plusieurs études empiriques, dont les résultats sont présentés plus loin, font l'hypothèse et montrent une association négative entre le recours aux cessions-bail et les taux d'imposition des vendeurs-preneurs (Alvayay *et al.*, 1995; Moyer et Krishnan, 1995; Ezzell et Vora, 2001; Fisher, 2004).

### 1.1.2 Détresse financière et cessions-bail

Si la théorie statique de la structure de capital prédit que les entreprises s'endettent pour bénéficier d'avantages fiscaux associés aux dettes, cette théorie souligne qu'elles doivent limiter cet endettement dont l'accroissement s'accompagne d'un risque grandissant d'avoir à assumer des coûts de détresse financière.

En effet, la dette peut nécessiter des paiements fixes et obligatoires, à échéances déterminées, que l'entreprise dispose ou ne dispose pas des liquidités nécessaires pour effectuer ces paiements; de plus, les créanciers disposent du droit d'engager une procédure pouvant aboutir à la faillite lorsque les échéances ne sont pas respectées, droit dont ne disposent pas les actionnaires. Un risque de détresse financière, soit d'insuffisance des liquidités nécessaires aux paiements des échéances, est donc associé à la dette; il est plus important que celui associé aux dividendes dont le paiement reste une décision des dirigeants de l'entreprise. Aux circonstances de détresse financière sont associés des coûts. Dans ces situations, les entreprises doivent assumer des coûts improductifs de détresse financière ou d'insolvabilité constitués de coûts directs et de coûts indirects. La rémunération de la prise en charge de l'entreprise par un système légal (avocats, experts, tribunaux) représente des coûts directs; le temps consacré par le personnel de l'entreprise et ses dirigeants à la gestion de la situation de faillite, le recours contraint à des choix non optimaux et l'augmentation des coûts de financement représentent des coûts indirects. Le risque d'encourir ces coûts est susceptible d'être positivement associé au niveau d'endettement d'une entreprise, ce qui est constaté empiriquement.

Avec leur échantillon comprenant plus de 18 000 observations, Graham *et al.* (1998) montrent que l'espérance des coûts de détresse financière mesurée ex ante, estimée par un agrégat qui prend en compte la variation des bénéfices de l'entreprise sur cinq ans et ses niveaux d'actifs intangibles, est négativement associée au recours à l'endettement. Ceci est conforme à l'hypothèse que les entreprises dont les coûts de détresse financière sont élevés, ont moins recours à l'endettement. Ils montrent aussi que ces coûts estimés ex post, par une version modifiée du score Z d'Altman<sup>8</sup> et une variable dichotomique qui prend la valeur 1 quand la situation nette de l'entreprise est négative, sont positivement associés à l'endettement. Ces résultats indiquent que les entreprises peu endettées supportent de faibles coûts de détresse financière et que ces coûts augmentent avec le niveau d'endettement.

Alors que les coûts de détresse financière augmentent avec le niveau d'endettement, la location est susceptible de réduire ces coûts. En effet, « *en cas de défaut de paiement du preneur, il est plus simple pour le bailleur de reprendre possession physique de son bien, avant ou après la déclaration de faillite, que pour un créancier garanti d'acquérir l'actif gagé.* »<sup>9</sup> (Smith *et al.* 1985, p. 899). Le droit de propriété, dont continue de bénéficier le bailleur, est moins risqué que la garantie des créanciers portant sur un bien, eu égard par exemple, à leur traitement par le droit des faillites aux États-Unis. En conséquence, la location devrait être plutôt utilisée par les entreprises plus risquées et moins bien établies pour lesquelles la location serait moins coûteuse que la dette.

Krishnan et Moyer (1994) font l'hypothèse que la location réduit les coûts de faillite comparativement à la dette ordinaire, et que les contrats de location bénéficient de tous les avantages des prêts garantis, voire plus. Cette hypothèse est supportée par leurs résultats obtenus avec un échantillon de 508 entreprises américaines, dont 410 entreprises n'ont pas recours à la location et 98 entreprises y ont recours, et l'utilisation de données moyennes calculées sur une période de trois ans de 1984 à 1986. Les analyses univariées des données, à l'aide d'un test de Mann-Whitney, montrent que les entreprises qui louent semblent avoir réalisé de moins bonnes performances économiques dans le passé (bénéfices accumulés plus faibles, ratios « valeur de marché / valeur comptable » plus faibles), être plus risquées

---

<sup>8</sup> Score Z d'Altman modifié =  $3,3 * \text{bénéfice avant intérêts financiers et impôts} / \text{total actif} + \text{Ventes} / \text{total actif} + 1,4 * \text{bénéfices non répartis} / \text{total actif} + 1,2 * \text{fonds de roulement} / \text{total actif}$

<sup>9</sup> Traduction de l'auteur.

(variabilité plus haute des résultats opérationnels) et courir de plus hauts risques de faillite (scores Z d'Altman plus faibles). Les analyses multivariées (estimation d'un modèle logit indiquant la probabilité de louer, et estimation d'un modèle des moindres carrés ordinaires où la variable dépendante est un ratio de location) confirment que les entreprises qui ont recours à la location ont un plus fort potentiel de détresse financière.

Enfin, l'étude de Duke *et al.* (2002) montre une association positive et significative entre le recours à la location-exploitation et le taux d'endettement, ce dernier constituant une mesure des coûts de détresse financière.

En matière de cession-bail, dans la mesure où cette transaction aboutit à la mise en place d'un contrat de location, des études empiriques, dont les résultats sont présentés plus loin, font l'hypothèse et montrent une association positive entre le recours aux cessions-bail et la détresse financière des vendeurs-preneurs (Alvayay *et al.*, 1995; Moyer et Krishnan, 1995; Ezzell et Vora, 2001; Fisher, 2004).

## 1.2 Résultats empiriques d'études relatives aux cessions-bail

Plusieurs études empiriques qui se sont intéressées aux cessions-bail (Rutherford, 1990; Slovin *et al.*, 1990; Rutherford, 1992; Alvayay *et al.*, 1995; Ezzell et Vora, 2001; Fisher, 2004; Grönlund *et al.*, 2004), et dont les résultats seront présentés en détail dans les sections suivantes, estiment et montrent des rendements anormaux associés aux annonces de cessions-bail. Ces transactions ont donc un impact en termes de valeur pour les actionnaires du vendeur-preneur. Conformément aux hypothèses de la théorie statique de la structure de capital auxquelles elles font référence, ces études montrent que la valeur créée est associée à des gains fiscaux ou à des baisses de coûts de détresse financière.

Une étude de type différent (Moyer et Krishnan, 1995) n'estime pas de rendements anormaux associés à des annonces de cessions-bail, mais compare les niveaux de certaines variables caractéristiques des vendeurs-preneurs avec les niveaux standards moyens de leur industrie. L'échantillon de l'étude est constitué de 16 transactions importantes, réalisées par des producteurs d'électricité entre 1978 et 1990. Les moyennes de différentes variables (Tax Rate, Safety Rank de Value Line, Financial Strength) sont calculées pour l'échantillon et pour l'ensemble des entreprises appartenant au secteur industriel de la production

d'électricité. Les moyennes de l'échantillon sont comparées à celles du secteur industriel par des tests de Wilcoxon. Les résultats confirment les conclusions des études précédentes. Comparativement aux moyennes du secteur industriel (34,5%, 2, B<sup>++</sup>) et respectivement, le taux d'imposition moyen (25,3%) des 16 entreprises qui ont fait des cessions-bail est significativement plus faible, leur niveau de risque moyen (3) est significativement plus haut et la moyenne de leur force financière (B) est significativement plus faible.

Enfin, une autre étude (Devaney et Lizieri, 2004) est constituée d'un ensemble de huit études de cas britanniques, et laisse entrevoir d'autres avenues de recherche au-delà des hypothèses testées par les études précédentes, telles que l'utilisation faite des fonds collectés par le vendeur-preneur, ou l'attitude du marché face à ses gestionnaires ou son secteur.

#### 1.2.1 Cessions-bail et rendements anormaux

Rutherford (1990), avec un échantillon de 41 cessions-bail d'immeubles effectuées entre 1980 et 1987, montre des rendements anormaux cumulés positifs et significatifs la veille de l'annonce de la transaction, et positifs, mais non significatifs le jour de l'annonce. Slovin *et al.* (1990) utilisent un échantillon de 73 cessions-bail réalisées entre 1975 et 1986 dont 59 concernent des immeubles et 14 des avions. Les rendements anormaux moyens obtenus sur une période de 2 jours, comprenant la veille et le jour de l'annonce, sont positifs et significatifs pour les immeubles, et positifs mais non significatifs pour les avions. Avec un échantillon de 32 transactions faites entre 1980 et 1989, dont 21 portent sur des immeubles, 7 sur des usines d'énergie et 5 sur des avions, Rutherford (1992) obtient des rendements anormaux négatifs mais non significatifs le jour de l'annonce.

Pour expliquer leurs résultats, ces études ne proposent pas de régresser les rendements anormaux obtenus sur un ensemble de variables explicatives qui découleraient de leurs hypothèses, les études suivantes le font.

Alvayay *et al.* (1995) utilisent un échantillon de 45 cessions-bail portant sur des immeubles, dont 28 ont été réalisées entre 1982 et 1986 et 17 entre 1987 et 1989. Le groupe des 28 premières transactions obtient un rendement anormal cumulé significatif de +0,8%, calculé sur une période de deux jours incluant la veille et le jour de l'annonce. Dans ce groupe, 59% des entreprises bénéficient d'un rendement anormal positif. Le groupe des 17 dernières

transactions obtient un rendement anormal cumulé, non significatif de -0,3%. Dans ce groupe, 53% des entreprises bénéficient d'un rendement anormal positif.

Ezzell et Vora (2001), avec un échantillon de 44 cessions-bail de divers actifs effectuées entre 1984 et 1991, obtiennent des rendements anormaux moyens significatifs de +1,39% ( $p = 0,034$ ) pour le jour précédant l'annonce de la transaction dont 29,5% sont négatifs, et de +1,24% ( $p = 0,051$ ) pour le jour de l'annonce de la transaction dont 36,4% sont négatifs. Les rendements anormaux cumulés sur trois périodes différentes sont significatifs et atteignent : -3,58% ( $p = 0,084$ ) pour la période de 60 jours avant la transaction jusqu'à l'avant-veille de la transaction; +2,63% ( $p = 0,000$ ) pour la période qui comprend la veille et jour de la transaction; et +2,01% ( $p = 0,056$ ) pour la période qui va du lendemain de l'annonce au dixième jour suivant l'annonce.

Avec un échantillon de 71 cessions-bail d'immeubles effectuées entre 1990 et 2000, Fisher (2004) obtient des rendements anormaux cumulés moyens non significatifs, tantôt positifs, tantôt négatifs, selon la période d'observation<sup>10</sup>. Par contre, pour les transactions où sont mis en place des baux à court terme de moins de 10 ans, puis de moins de 15 ans, les rendements anormaux moyens du jour de l'annonce demeurent positifs et significatifs, ils sont respectivement de +1,52% et de +1,30%.

Enfin, Grönlund *et al.* (2004) obtiennent des rendements anormaux cumulés moyens significatifs et positifs, pour différentes fenêtres autour de la transaction, avec un échantillon paneuropéen de 130 cessions-bail réalisées par des entreprises ouvertes entre 1998 et 2003.

Il apparaît donc que les annonces de cessions-bail sont associées à des réactions de marchés. Les rendements anormaux estimés sont majoritairement positifs (plus de 50% des transactions) pour les actionnaires du vendeur-preneur, et souvent significatifs, indiquant que ces transactions sont plutôt créatrices de valeur. Cependant, elles peuvent aussi détruire de la valeur puisque les rendements anormaux sont souvent négatifs.

---

<sup>10</sup> Rendements anormaux cumulés moyens de +0,11% sur une période de 3 jours (-3, 0), de +0,55% sur une période de 2 jours (-2, 0), de -0,46% sur une période d'un jour (-1, 0), de +0,05% le jour de la transaction, de +0,04% sur une période d'un jour (0, 1), de -0,19% sur une période de 2 jours (0, 2) et de -0,19% sur une période de 3 jours (0, 3).

Pour les rendements anormaux positifs constatés, les auteurs proposent deux explications conformes aux propositions de la théorie statique de la structure de capital : des gains fiscaux et des baisses de coûts de faillite.

### 1.2.2 Cessions-bail et gains fiscaux

En matière de cession-bail, les résultats des études évènementielles américaines (Alvayay *et al.*, 1995; Moyer et Krishnan, 1995; Ezzell et Vora, 2001; Fisher, 2004) montrent un avantage de réaliser des cessions-bail pour les entreprises dont le fardeau fiscal est moins élevé. Lors des annonces de cessions-bail, les rendements anormaux des actions des vendeurs-preneurs sont, d'une manière plus ou moins significative, négativement associés à leurs taux d'imposition. Les cessions-bail seraient donc fiscalement plus avantageuses pour les entreprises moins imposées.

Alvayay *et al.* (1995) régressent les rendements anormaux cumulés, obtenus pour une période de deux jours (veille et jour de l'annonce) autour de la date d'annonce d'une cession-bail, sur un ensemble de variables explicatives. Ils utilisent comme variable fiscale, une variable dichotomique égale à 0 pour les transactions précédant la mise en place de la loi fiscale américaine TRA 86<sup>11</sup>, qui rend la location moins favorable fiscalement, sinon égale à 1 pour les transactions postérieures. Le coefficient de cette variable est significativement négatif, indiquant que la baisse des bénéfices fiscaux associés aux cessions-bail, résultant de la mise en place de la nouvelle loi, se traduit par une baisse des rendements anormaux cumulés estimés. Les autres variables ne ressortent pas significatives.

De la même manière, Ezzell et Vora (2001) régressent les rendements anormaux cumulés, obtenus pour une période de deux jours (veille et jour de l'annonce), sur un ensemble de variables explicatives, dont un taux d'imposition mesuré l'année précédant celle de la transaction par le rapport « impôt payé / bénéfice opérationnel ». Un coefficient significativement négatif est associé à cette variable, indiquant une relation inverse entre le taux d'imposition de l'entreprise et les rendements anormaux cumulés estimés.

---

<sup>11</sup> TRA 86 prévoit un allongement de la période d'amortissement des immeubles, une réduction du taux marginal d'imposition des bénéfices ordinaires, un accroissement du taux marginal d'imposition des plus-values à long terme.

Enfin, Fisher (2004) régresse les rendements anormaux du jour de l'annonce sur la pression fiscale, mesurée à la fin de l'exercice précédant celui de la transaction par le rapport « résultat opérationnel avant dotation à l'amortissement et impôt / impôt payé ». Un coefficient positif est obtenu, mais non significatif, indiquant une possible relation inverse entre le taux d'imposition de l'entreprise et les rendements anormaux estimés. Comparativement aux deux articles précédents qui obtiennent des coefficients significatifs pour leur variable fiscale, l'absence de significativité peut s'expliquer par le fait que contrairement aux échantillons de ces articles, celui de Fisher (2004) est entièrement constitué de transactions effectuées après 1986, alors que la loi fiscale américaine TRA 86 réduit la possibilité de gains fiscaux qui seraient associés aux cessions-bail.

Ces résultats empiriques montrent que les rendements anormaux, estimés lors des annonces de cessions-bail, sont inversement associés aux taux d'imposition des vendeurs-preneurs; autrement dit, ils montrent que la valeur créée par ces transactions est négativement associée aux taux d'imposition des vendeurs-preneurs.

Venant corroborer ces résultats, l'analyse comparative de Moyer et Krishnan (1995) montre que les entreprises de production d'électricité, qui ont réalisé des cessions-bail, ont un taux moyen d'imposition (25,3%) significativement plus faible que celui du secteur industriel des usines de production d'électricité (34,8%). Enfin, ils remarquent que les transactions sont regroupées autour de la date d'entrée en vigueur de la loi fiscale TRA 86, soit entre 1985 et le début de 1987, soulignant ainsi le rôle du contexte fiscal et de son évolution dans le choix de faire une cession-bail.

### 1.2.3 Cessions-bail et détresse financière

Dans leurs régressions des rendements anormaux cumulés sur un ensemble de variables explicatives, Ezzel et Vora (2001) mesurent les coûts de faillite par le ratio de couverture des intérêts financiers, de l'année précédant celle de la transaction. Un ratio élevé présume la capacité financière de l'entreprise à effectuer les paiements relatifs à sa dette et donc un faible risque de détresse financière.

Un coefficient significativement négatif est associé à cette variable, indiquant une relation inverse, entre la capacité d'une entreprise à payer ses intérêts financiers et les rendements



anormaux estimés. Un faible taux de couverture (endettement important et risque élevé de coûts de faillite) est associé à des rendements anormaux élevés, ce que les auteurs considèrent comme compatible avec leur prédiction que les entreprises, proches d'une situation de détresse financière, peuvent réduire l'espérance de leurs coûts de faillite en louant ou en réalisant une cession-bail plutôt qu'en acquérant et empruntant. De plus, les résultats d'Ezzel et Vora (2001) montrent que les entreprises qui ont recours aux cessions-bail sont beaucoup plus proches de la détresse financière que celles qui ont recours à la location directement.

Dans son étude, Fisher (2004) régresse les rendements anormaux du jour de l'annonce sur une mesure d'endettement estimée par le rapport entre les dettes et les actifs. Le coefficient obtenu pour cette variable est positif mais non significatif, il indique un lien qui serait plutôt de nature positive entre l'avantage de réaliser une cession-bail pour les actionnaires du vendeur-preneur, et le risque de détresse financière du vendeur-preneur associé à son niveau d'endettement.

Enfin, l'étude comparative de Moyer et Krishnan (1995) montre que dans le secteur des usines de production d'électricité, les entreprises qui ont effectué des cessions-bail, comparativement à celles du même secteur qui n'en n'ont pas effectué, sont évaluées par Value Line comme plus risquées (Safety Rank moyen de 3 pour le groupe des entreprises ayant fait une cession-bail, comparativement à 2 pour le secteur), et moins fortes financièrement (côte de B pour le groupe de entreprises ayant fait une cession-bail, comparativement à B++ pour le secteur). Ces résultats sont cohérents avec ceux des précédentes études qui ont estimé des rendements anormaux.

En bref, l'ensemble de ces résultats indique que la valeur créée par les cessions-bail pour les actionnaires du vendeur-preneur serait positivement associée aux coûts de détresse financière de ce dernier.

### 1.3 Acquis, limites et perspectives

La théorie statique de la structure de capital et les résultats des études empiriques identifiées, qui se sont intéressées aux cessions-bail, permettent d'envisager des gains associés aux cessions-bail pour les actionnaires du vendeur-preneur. Ces gains interviendraient lorsque

l'entreprise est soumise à un faible taux d'imposition ou lorsque l'espérance de ses coûts de faillite est forte.

Par ailleurs, la littérature semble indiquer que les gains des actionnaires des vendeurs-preneurs ne se font pas aux dépens des créanciers. Avec un modèle analytique, on peut montrer que lors d'une transaction de cession-bail, si le vendeur-preneur est endetté, il y a dans ces circonstances des effets positifs susceptibles d'être exploités pour l'enrichissement des actionnaires du vendeur. Ces effets sont indépendants des imperfections de marché (fiscalité et coûts transactionnels) et sont particulièrement présents quand les fonds recueillis par la cession-bail servent à des rachats d'actions ou à des paiements de dividendes (Kim *et al.*, 1978). Il y a alors un processus de transfert de richesse des obligataires victimes de manipulations sur la structure de capital vers les actionnaires, la créance des obligataires étant devenue moins bien garantie et donc plus risquée, suite à une cession-bail. Autrement dit, la cession-bail transfère au bailleur une garantie assise sur un actif qui initialement appartenait aux créanciers.

Cependant, empiriquement cette hypothèse ne semble pas avoir été clairement confirmée ou réfutée. Rutherford (1992) tente de le faire, il montre des rendements anormaux positifs pour les actionnaires du vendeur-preneur, mais ne documente aucun rendement excédentaire négatif pour les obligataires. Par contre, Moyer et Krishnan (1995) indiquent que la cotation des obligations d'un vendeur-preneur, du secteur des usines de production d'électricité, a tendance à baisser durant les deux années qui suivent une transaction, alors que comparativement pendant cette période, la cotation des obligations a tendance à augmenter pour les autres entreprises membres du même secteur industriel. Ainsi, suite à ces résultats, on peut penser qu'en l'absence d'une clause restrictive de financement interdisant par exemple le paiement de dividendes financés par une vente d'actifs ou une cession-bail, la valeur des obligations d'une entreprise intègre l'éventualité d'une telle transaction. Cette prise en compte d'une telle éventualité est susceptible d'empêcher la possibilité d'un gain des actionnaires au détriment des créanciers justement rémunérés pour le risque encouru, au moment de la réalisation d'une cession-bail, et pourrait expliquer la stabilité des rendements des obligations lors de l'annonce de la transaction. Cependant, malgré l'absence de réaction au moment de la transaction, une cession-bail peut contribuer à la diminution progressive de

la valeur d'une obligation qui devient dans les faits plus risquée, diminution de valeur que ne capteraient pas les rendements anormaux aux alentours de la date d'annonce de la transaction.

Si en moyenne les rendements anormaux estimés sont positifs et indiquent que les cessions-bail sont créatrices de valeur, une partie de ces rendements anormaux représente des rendements négatifs qui montrent que les cessions-bail peuvent créer plus ou moins de valeur. Trois études indiquent le pourcentage que représentent les rendements anormaux négatifs par rapport à l'ensemble des rendements anormaux obtenus. Par exemple, le jour de l'annonce : 41% (Rutherford, 1990), 40% (Alvayay *et al.*, 1995) et 36,4% (Ezzell et Vora, 2001) des rendements anormaux estimés sont négatifs. Conformément aux conclusions relatives à l'explication des rendements anormaux associés aux cessions-bail, des rendements anormaux négatifs seraient envisageables plutôt lorsque l'entreprise est soumise à un taux d'imposition élevé et l'espérance de ses coûts de faillite est faible. Si effectivement c'est le cas, pourquoi dans ces conditions (taux d'imposition élevé et taux de couverture des intérêts élevé) l'entreprise procéderait-elle à une cession-bail risquant d'être destructrice de valeur ?

Aujourd'hui, le cadre conceptuel de la théorie statique de la structure de capital, les hypothèses qui en découlent et les résultats de la littérature ne permettent d'envisager qu'un éventail limité de déterminants des cessions-bail, essentiellement issus de la fiscalité et reliés aux coûts du risque d'insolvabilité du vendeur-preneur. Dans un premier temps, il semble donc nécessaire d'élargir le spectre des possibilités théoriques de déterminants du recours aux cessions-bail, au-delà de la fiscalité et des coûts d'insolvabilité, puis de tester empiriquement ces possibilités. Le but est de pouvoir ultérieurement appréhender, soit la question des conditions d'une transaction créatrice de valeur, alors que le vendeur-preneur n'est pas faiblement imposé ou proche d'une situation d'insolvabilité, soit la question des conditions d'une transaction destructrice de valeur. Pour aboutir à l'élargissement de ce spectre de possibles déterminants, incluant les implications de la théorie statique de la structure de capital, un développement théorique est nécessaire.

Effectivement, les gains associés aux cessions-bail pourraient dépendre d'autres facteurs que la situation fiscale du vendeur-preneur ou sa précarité financière. Par exemple, ces gains

pourraient dépendre de l'impact final de la transaction sur la structure du capital et de l'utilisation faite des fonds obtenus (Devaney et Lizieri, 2004). Devaney et Lizieri, (2004) présentent un ensemble de huit études de cas d'entreprises britanniques qui ont effectué des cessions-bail, et arrivent à la conclusion que deux transactions apparemment similaires peuvent avoir des conséquences différentes. Les bénéfices et coûts d'une cession-bail pourraient dépendre de son impact final sur la structure du capital et de l'utilisation faite des fonds obtenus (remboursement de dettes, réinvestissement, rachat d'actions). Ils proposent que la réaction du marché à l'utilisation des fonds pourrait être associée au type d'activité que les fonds supportent. Les conclusions de cette étude ouvrent d'autres avenues de recherche quant aux motivations du choix de réaliser une cession-bail.

## CHAPITRE II

### DÉVELOPPEMENT THÉORIQUE

Dans un contexte où les actions des entreprises ouvertes sont négociées sur des marchés parfaits, sous conditions d'atomicité de la concurrence et en présence d'incertitude, la valeur de marché de toute entreprise et son coût moyen du capital sont indépendants de sa structure de capital, autrement dit, de son niveau d'endettement (Modigliani et Miller, 1958). Dans ces conditions, la question du choix d'un mode de financement ne se pose pas. Cependant, le monde réel diffère du cadre théorique de Modigliani-Miller (1958), il est caractérisé par des imperfections de marché sous la forme, par exemple : d'impôts, de coûts improductifs de défaillance financière, d'asymétrie d'information, de coûts transactionnels ou de contrats incomplets. Ces imperfections ont des impacts significatifs sur les conclusions qui découlent du modèle de Modigliani-Miller (1958), elles rendent pertinente la question du choix d'un mode de financement et des déterminants de ce choix.

Pour expliquer le choix de recourir à un mode de financement particulier, la littérature financière ne propose pas de théorie unique intégrée, mais plutôt un ensemble de théories qui prennent en considération différentes imperfections de marché. Jusqu'à présent, la littérature relative aux cessions-bail s'inscrit surtout dans le cadre de la théorie statique de la structure de capital qui s'articule autour de deux imperfections de marché pour justifier le choix d'un mode de financement : la fiscalité et les coûts improductifs de défaillance financière.

Au-delà de la théorie statique de la structure de capital, les théories de la hiérarchie des sources de financement et de l'agence constituent des approches souvent utilisées dans la littérature financière pour expliquer le choix d'un mode de financement. Ces théories prennent en considération d'autres imperfections de marché comme l'asymétrie d'information ou les contrats incomplets. L'ensemble de ces trois théories est susceptible de constituer un cadre décisionnel relativement complet du choix d'un mode de financement dont le recours à une cession-bail.

Après avoir défini ce cadre décisionnel, dans un premier volet de l'approche théorique; un second volet analyse les caractéristiques financières d'une cession-bail, au regard des résultats de la littérature empirique quant à l'impact de ces caractéristiques sur le choix d'un mode de financement. Ces deux perspectives permettent ensuite de développer un ensemble d'hypothèses théoriques quant aux déterminants du recours à une cession-bail.

## 2.1 Cadre décisionnel du choix d'un mode de financement

En parallèle à la théorie statique de la structure de capital, la question du choix d'un mode de financement peut être envisagée selon deux caractéristiques essentielles et sources de coûts à optimiser : l'asymétrie d'information entre dirigeants d'entreprises et investisseurs (Myers et Majluf, 1984), et divers conflits d'intérêts entre trois groupes d'agents économiques constitués des dirigeants d'entreprises, leurs actionnaires et leurs créanciers (Jensen et Meckling, 1976; Jensen, 1986).

En situation d'asymétrie d'information entre dirigeants et actionnaires, lorsque les dirigeants d'une entreprise ont de l'information sur leurs projets d'investissement à financer dont ne disposent pas les investisseurs, l'émission d'actions représente le mode de financement le plus coûteux (Myers et Majluf, 1984). Pour les entreprises de « bonne qualité », lorsque la valeur des investissements observée par les dirigeants est supérieure à celle anticipée par les marchés, les actions de l'entreprise sont alors sous-évaluées. Dans ces conditions, émettre des actions se ferait au détriment de l'intérêt des anciens actionnaires et de l'entreprise puisque elles seraient émises à un prix inférieur à leur valeur réelle. Donc, ce n'est que dans des situations où le prix de l'action d'une entreprise est bien évalué ou surévalué que celle-ci devrait envisager d'émettre de nouvelles actions. Pour les entreprises de « moins bonne qualité », lorsque la valeur des investissements observée par les dirigeants est inférieure à celle anticipée par les marchés, les actions de l'entreprise sont alors surévaluées. Dans ces conditions, émettre des actions reste cependant coûteux et se traduit par une baisse du prix de l'action, donc de la valeur de l'entreprise, dans la mesure où les marchés sont susceptibles d'interpréter systématiquement cette émission comme un signal de la surévaluation du titre, créant ainsi une situation de sélection adverse.

Le modèle de Myers et Majluf (1984) initialise une véritable théorie de la hiérarchie des modes de financement qui propose qu'en présence d'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs, l'autofinancement soit le mode de financement le moins coûteux, devant la dette sans risque, puis la dette risquée et l'émission d'actions.

Si empiriquement, l'existence d'une théorie de la hiérarchie des modes de financement ne semble pas faire l'unanimité des chercheurs, plusieurs études confirmant son existence, d'autres ne la confirmant pas (Harris et Raviv, 1991), l'écart d'information entre dirigeants

et investisseurs reste susceptible d'avoir un impact sur le coût d'un mode de financement et donc le choix de recourir à un mode plutôt qu'à un autre.

En matière de location et de cession-bail, Ezzell et Vora (2001) déduisent du modèle de Myers et Majluf (1984), qu'en situation de forte asymétrie d'information, la location atténue le coût de la sélection adverse dans la mesure où elle représente un mode de financement dont la forte garantie réduit le risque de l'investisseur. Ils montrent qu'en fonction du classement d'un preneur, comme entreprise caractérisée par une forte ou par une faible asymétrie d'information, l'avantage de louer est plus important pour les entreprises ayant une forte asymétrie d'information. Le niveau d'asymétrie d'information est estimé par une variable dichotomique « dividendes » qui prend la valeur 1 (haut niveau d'asymétrie d'information) si aucun dividende n'a été payé l'exercice précédant celui de la transaction. Avec leurs régressions des rendements anormaux cumulés associés aux annonces de cessions-bail, sur un ensemble de variables explicatives, ils obtiennent un coefficient significativement positif associé à la variable « dividendes », et concluent qu'il existe une relation positive entre le niveau d'asymétrie d'information et les rendements anormaux estimés. Sans remettre en question cette conclusion, il faut souligner que l'absence de dividendes pourrait aussi mesurer d'autres facteurs, tels que le risque de détresse financière ou le besoin de financer des opportunités de croissance.

Un autre volet de la littérature financière décrit un contexte d'intérêts conflictuels entre dirigeants et investisseurs, mais aussi entre les deux catégories d'investisseurs que constituent les actionnaires et les créanciers à long terme (Jensen et Meckling, 1976; Jensen, 1986). Les conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires découlent du rapport d'agence, initié à travers la mise en place d'un contrat, par lequel une ou plusieurs personnes (principaux / actionnaires) engagent une autre personne (agent / dirigeant / gestionnaire) pour accomplir des services en leur nom, et qui implique la délégation de décisions donnant de l'autorité à l'agent (Jensen et Meckling, 1976). Ces auteurs identifient quatre sources de coûts liés au contrat d'agence : les coûts pour limiter les divergences entre les intérêts du principal et ceux de l'agent (incitatifs divers bénéficiant à l'agent et mécanismes de surveillance); les coûts de fidélisation, encourus pour l'agent, pour garantir que certaines actions ne seront pas prises; les coûts résiduels constitués du coût des divergences entre les

décisions de l'agent et les décisions qui auraient maximisé la richesse du principal; les coûts de paresse. Dans de telles conditions, le recours à la dette constitue un mécanisme de contrôle de ces coûts d'agence. Premièrement, par rapport à l'émission d'actions, le choix de la dette externe permet de maintenir stable le niveau de participation des dirigeants dans le capital, d'éviter sa dilution, et constitue ainsi un moyen de préserver la force de ce mécanisme d'alignement des intérêts des dirigeants sur les intérêts des actionnaires. Deuxièmement, à travers les déboursements obligatoires et réguliers d'intérêts financiers et de fractions du capital emprunté, l'endettement contribue à limiter l'opportunité pour les dirigeants d'investir des excédents de trésorerie dans des projets à rendement négatif ou dans des inefficacités organisationnelles (Jensen, 1986), autrement dit, il limite les possibilités de surinvestir.

En parallèle à ce rôle de surveillance, pouvant atténuer le coût des conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires, la dette est la source d'autres coûts liés à de potentiels conflits d'intérêts entre actionnaires et créanciers. Il y a quatre sources majeures de conflits entre actionnaires et créanciers pouvant résulter de transferts de richesse des créanciers vers les actionnaires : le paiement de dividendes, ou plus précisément une révision à la hausse du paiement de dividendes; la dilution des droits des créanciers, par exemple lorsque de nouvelles dettes sont émises, surtout s'il s'agit de dettes mieux garanties; la substitution d'actifs, lorsque des investissements en place sont remplacés par des investissements plus risqués (Smith et Warner, 1979); et enfin, le sous-investissement lorsque les dirigeants préfèrent ne pas investir pour empêcher un transfert de richesse des actionnaires vers les créanciers (Myers, 1977). Pour éviter ces comportements qui leur sont défavorables et pour préserver leurs intérêts, les créanciers associent aux dettes des clauses restrictives de financement, par ailleurs coûteuses, car elles imposent des limites de gestion et de choix aux dirigeants.

Ainsi, les théories de la hiérarchie des modes de financement et de l'agence inscrivent le choix de recourir à un mode de financement, dans un contexte caractérisé par une asymétrie d'information entre fournisseurs et utilisateurs des fonds, et un ensemble complexe de divergences d'intérêts entre fournisseurs et utilisateurs des fonds, mais aussi entre différentes catégories de fournisseurs de fonds. Ces théories proposent et définissent plusieurs facteurs



expliquant le coût ou l'avantage de recourir à un mode de financement : l'asymétrie d'information entre dirigeants et investisseurs; le risque de surinvestissement, le risque de substitution d'actifs ou de sous-investissement.

Le risque de surinvestissement intervient en situation de faible alignement de l'intérêt des dirigeants sur celui des actionnaires, lorsque les dirigeants ont accès à du financement peu coûteux, obtenu hors des marchés financiers. Dans ces conditions, les dirigeants ont l'opportunité de faire des investissements, favorables à leurs intérêts associés à la croissance de l'entreprise, alors que ces investissements ne sont pas rentables et ne sont donc pas créateurs de valeur pour les actionnaires.

Le risque de substitution d'actifs est inhérent à la possibilité qu'a conservée un emprunteur de faire des choix d'investissement, après avoir obtenu un financement par dette. Il est susceptible de se manifester de différentes manières. Par exemple, lorsqu'un gestionnaire, agissant dans l'intérêt de l'actionnaire, remplace un actif qui était en place lors de la négociation de l'emprunt, par un autre actif plus risqué, ou lorsque ce même gestionnaire choisit, entre des investissements dont les valeurs actuelles nettes sont équivalentes, ceux dont les potentiels de gain sont les plus hauts alors qu'ils sont les plus risqués. Dans ces deux cas de figure, les choix effectués sont théoriquement favorables à l'actionnaire dont le potentiel de gain est illimité suite à un investissement, ils sont défavorables au créancier dont le potentiel de gain reste limité. Entre des projets dont les valeurs actuelles nettes sont équivalentes, le créancier préfère le moins risqué, alors que lui est associé le potentiel de gain le plus faible. Tout créancier, qui n'a pas le pouvoir d'intervenir dans le processus du choix des investissements de son débiteur, encourt donc un risque de substitution d'actifs dont le coût est finalement assumé par le débiteur.

Le risque de sous-investissement se réalise lorsqu'un investissement dont la valeur actuelle nette est positive (investissement créateur de valeur pour l'entreprise) n'est pas effectué, car faire un tel investissement viendrait diminuer la richesse des actionnaires au profit de l'accroissement de celle des créanciers. Cette possibilité de transfert de richesse, des actionnaires vers les créanciers non garantis, apparaît en situation d'insuffisance de ressources financières, alors qu'un investissement rentable doit être financé, soit par un apport des actionnaires ou par un recours à l'endettement, et que le coût marginal de la dette

est supérieur à la rentabilité attendue par les actionnaires. Dans ces conditions, l'apport des actionnaires ou le financement externe par endettement permettraient de réaliser un investissement rentable pour l'entreprise, mais la valeur créée bénéficierait aux créanciers plutôt qu'aux actionnaires. Malgré la rentabilité d'un tel investissement, les dirigeants agissant dans l'intérêt des actionnaires, faisant le choix de ne pas réaliser l'investissement, adoptent un comportement de sous-investissement. Ce risque devient élevé lorsque le niveau d'endettement d'une entreprise augmente et corrélativement son coût de financement externe, il est très élevé pour les entreprises dont la valeur est négative. En effet, dans cette dernière situation d'endettement extrême, seuls sont susceptibles d'être adoptés les projets d'investissement dont la valeur actuelle nette positive est supérieure au montant du déficit cumulé, les autres devant être rejetés.

Appréhender le choix de recourir à une cession-bail et en identifier les déterminants nécessitent d'en analyser des caractéristiques financières, au regard du contexte défini par les théories de la hiérarchie des modes de financement et de l'agence, et au regard des coûts qu'elles proposent de prendre en considération lors du choix de recourir à un mode de financement.

## 2.2 Analyse des caractéristique financières des cessions-bail

Comme mode de financement, les cessions-bail ont quatre caractéristiques. Premièrement, elles peuvent concourir à la mise en place d'un financement hors bilan, lorsqu'elles aboutissent à un contrat de location-exploitation. Deuxièmement, elles sont associées à une très forte garantie, résultant du transfert de la propriété de l'objet de la transaction, du vendeur-preneur à l'acheteur-bailleur. Troisièmement, elles synchronisent l'échéancier des sources de financement sur celui des actifs, à travers la durée du bail et ses clauses connexes, elles-mêmes assises sur la durée de vie utile du bien cédé puis loué. Enfin quatrièmement, elles ont une nature ambiguë. D'une part, elles s'apparentent aux dettes et aux émissions d'actions car elles sont une source externe de financement, les fonds étant fournis par un tiers, l'acheteur-bailleur; mais elles s'en distinguent, car contrairement aux dettes et émissions d'actions, ce financement externe est obtenu hors des marchés financiers. D'autre part, elles ont aussi une nature hybride, entre financement externe et autofinancement, puisqu'elles participent de la vente d'un actif pouvant dégager un gain en capital qui

contribue alors directement à la capacité d'autofinancement du vendeur-preneur, et que l'acquisition de cet actif a été financée par l'activité économique du passé.

### 2.2.1 Mode de financement hors bilan

Au Canada, le paragraphe 66 du chapitre 3065 du Manuel de l'ICCA énonce : « *Dans une opération de cession-bail, le bail doit être comptabilisé comme un contrat de location-acquisition, de location-financement ou de location-exploitation, selon ce qui convient pour le vendeur-preneur et l'acheteur-bailleur.* » Ainsi, les cessions-bail offrent aux parties la possibilité de mettre en place le type de contrat de location qui leur convient, et d'appliquer les règles de présentation prévues pour le type de contrat mis en place. Alors que dans la presse d'affaires, « l'amélioration du bilan » est un des objectifs souvent proposé des protagonistes de cessions-bail, toute cession-bail, donnant lieu à la mise en place d'un contrat de location-exploitation et se traduisant par le remboursement de dettes inscrites au bilan, est susceptible de contribuer à l'atteinte de cet objectif d'amélioration. Une telle transaction remplace un financement inscrit au bilan (la dette remboursée) par un financement hors bilan (le contrat de location-exploitation) dont les caractéristiques sont divulguées sous la forme d'une note aux états financiers. Toutes choses restant égales par ailleurs, mécaniquement, une telle transaction améliore certains ratios calculés à partir de l'information comptable. Le rendement de l'avoir des actionnaires augmente, suite à une hausse du résultat d'exploitation et une hausse du taux de rotation des actifs. Le niveau de risque financier baisse, essentiellement parce qu'une partie de la dette est sortie du bilan et que les intérêts, incorporés aux loyers, ne sont plus présentés comme intérêts financiers. Par contre, les ratios de liquidité sont peu affectés. Donc globalement en termes de rendement et risque, une cession-bail améliore la présentation des états financiers et leur interprétation. Cette amélioration est d'autant plus forte que la dotation à l'amortissement du bien cédé est importante et que le taux d'intérêt implicite au bail est faible.

Cependant, peut-on faire l'hypothèse que la recherche d'une telle amélioration puisse constituer un déterminant financier de réaliser une cession-bail, et créer ou détruire de la valeur ?

Une revue de littérature, sur la question des déterminants du recours à la location comme mode de financement hors bilan (Duke *et al.*, 2002), montre que cette question ne trouve pas de réponse claire. Théoriquement un contrat de location-exploitation comme mode de financement hors bilan est sans intérêt puisque une information est divulguée sous forme de notes aux états financiers. Dans les faits, les dirigeants semblent démontrer une préférence pour la présentation hors bilan de leur endettement : préférence que l'on retrouve au niveau de certaines activités économiques comme l'aviation qui a souvent recours à la location; préférence qui se manifeste en l'absence d'une norme contraignante, ou lorsque de nouvelles normes contraignantes se mettent en place; enfin, préférence qui s'exprime à travers le comportement de certains utilisateurs des états financiers.

Plusieurs études empiriques montrent ces préférences. Premièrement, concernant le secteur de l'aviation, il est montré que les contrats de location sont structurés pour stratégiquement éviter leur reconnaissance dans le bilan (Gritta *et al.*, 1994), et qu'en absence de loi régissant la présentation des contrats de location dans les états financiers, comme en Suède par exemple, la plupart sont traités comme des contrats de location-exploitation (Cronstedt *et al.*, 1988). Deuxièmement, relativement à la réaction à de nouvelles normes, il est apparu qu'aux États-Unis lors de la mise en place de la norme SFAS 13 distinguant les contrats de location-acquisition (présentés au bilan) des contrats de location-exploitation (présentés sous forme de notes), des baux ont été renégociés pour mettre en place des contrats de location-exploitation (Imhoff et Thomas, 1988). En Australie, l'application de nouvelles normes (AAS 17 et ASRB 1008), requérant que les preneurs présentent au bilan leurs contrats de location-acquisition, s'est accompagnée d'une baisse du recours à ce type de financement, et d'une hausse du recours aux dettes non locatives et à des fonds des actionnaires (Godfrey et Warren, 1995). Enfin troisièmement, concernant les utilisateurs des états financiers, Abdelkhalik (1981)<sup>12</sup> montre que des banquiers, pour les mêmes entreprises, préfèrent le financement hors bilan car l'entreprise est perçue comme moins risquée financièrement et plus performante. Ainsi, l'ensemble de ces études montre un goût des dirigeants pour les modes de financement hors bilan et que certains utilisateurs peuvent y être sensibles. Cependant, d'une manière pas toujours uniforme (Imhoff *et al.*, 1993), les investisseurs

---

<sup>12</sup>*The economic effects on lessees of FASB Statement 13 accounting for leases.* Stanford, CT: Financial Accounting Standards Board.

semblent ajuster les bilans en fonction de l'information divulguée dans les notes sur les contrats de location-exploitation (Imhoff *et al.*, 1993; Ely, 1995).

En conclusion, les recours aux contrats de location-exploitation et aux cessions-bail ont un potentiel d'amélioration de la présentation des états financiers, recherchée par les dirigeants et appréciée par certains utilisateurs. Cependant, les investisseurs ne sont pas dupes et semblent s'ajuster dans leurs analyses, et l'efficiencia des marchés financiers ne permet pas d'envisager qu'une cession-bail, dont le seul objectif serait de nature cosmétique, soit source de valeur pour les actionnaires. En conséquence, si une « amélioration » de la présentation des états financiers est effectivement associée aux cessions-bail, à travers la mise en place de contrats de location-exploitation plutôt que de contrats de location-acquisition, cette amélioration ne semble pas susceptible de constituer un déterminant distinct et identifiable relativement à d'autres déterminants financiers nécessairement concomitants.

Une autre hypothèse envisagée par la littérature est que le financement hors bilan constitue un moyen de contourner les clauses restrictives de financement. Aux États-Unis, El-Gazzar (1993) montre qu'une application rétroactive de la norme SFAS 13 aurait renforcé le poids des contraintes liées aux clauses restrictives (El-Gazzar, 1993), et que les entreprises qui l'ont adoptée tardivement auraient été proches de la violation de ces clauses si elles avaient été forcées d'adopter cette norme (El-Gazzar et Jaggi, 1997).

Cependant, peut-on faire l'hypothèse que contourner des clauses restrictives de financement puisse constituer un déterminant financier de réaliser une cession-bail pour accéder à du financement hors bilan ?

Lorsqu'une entreprise endettée doit respecter des clauses restrictives de financement, l'interdiction de réaliser une cession-bail, divulguée sous la forme d'une note aux états financiers, peut constituer l'une de ces clauses. En présence d'une telle clause, l'entreprise n'a pas la possibilité de faire de cession-bail. Par conséquent, parmi les entreprises endettées, seules celles ayant des clauses restrictives de financement « peu contraignantes » qui ne prévoient pas l'interdiction de cessions-bail peuvent en réaliser. Comme montré par la littérature relative aux cessions-bail, elles auront un avantage financier à faire ces transactions lorsqu'elles sont en situation de détresse financière, puisqu'elles sont susceptibles d'économiser des coûts de détresse financière. Par contre, il semble difficile de

concevoir que ces transactions puissent être réalisées dans le but d'obtenir du financement hors bilan, aux seules fins de contourner des clauses restrictives de financement peu contraignantes, alors que l'entreprise n'est pas en situation de détresse financière. D'une part la source de l'avantage financier de la transaction que constituent les économies de coûts de détresse financière n'est pas présente; d'autre part, en dehors de situations de détresse financière, les entreprises ont tout lieu de respecter leurs clauses restrictives de financement.

En conclusion, accéder à du financement hors bilan, dans le seul but de bénéficier d'une amélioration de la présentation des états financiers ou de contourner des clauses restrictives de financement, ne semble pas pouvoir constituer un déterminant financier autonome de la réalisation d'une cession-bail et donner lieu à une hypothèse. Par contre, en l'application des normes comptables canadiennes, une telle transaction, autrement motivée, peut offrir l'opportunité aux dirigeants d'accéder à du financement hors bilan, en vertu d'une préférence souvent exprimée et empiriquement constatée, sans que cette opportunité ne constitue pour autant un avantage économique.

### 2.2.2 Mode de financement fortement garanti

En émettant des dettes garanties, une entreprise vend non seulement une promesse de remboursement, mais aussi un droit de propriété en cas de faillite, et offre au créancier le pouvoir d'initier une procédure pouvant aboutir à la faillite lorsqu'elle ne respecte pas ses engagements financiers. Dans un contexte hypothétique semblable à celui de Modigliani-Miller (1958), auquel est ajoutée la possibilité de situations de faillite, le modèle de Scott (1977) montre que l'émission de dettes subordonnées, bénéficiant d'un privilège sur les capitaux propres, mais pas sur les autres créances, ne crée pas de valeur. Par contre, il montre que l'émission de dettes garanties, bénéficiant d'un privilège par rapport aux autres créances, crée de la valeur (Scott, 1977). Cette création de valeur provient de la réduction des montants qui resteront disponibles pour payer les indemnités légales suite à une faillite; le privilège sur les dettes garanties étant plus fort que le privilège sur les compensations légales, celles-là seront remboursées en priorité. La valeur créée par la garantie est d'autant plus importante que la probabilité de faillite est forte.

En plus de la diminution des coûts de faillite, la valeur des garanties associées aux dettes provient de la diminution des coûts associés aux risques de substitution d'actifs et de certains coûts administratifs (Smith et Warner, 1979), et aussi de la diminution des coûts de contrôle de la dette et des coûts de sous-investissement (Stulz et Johnson, 1985).

Les dettes garanties réduisent les coûts associés aux risques de substitution d'actifs, dans la mesure où le titre sur les actifs détenu par le créancier limite la liberté d'action des dirigeants en matière de choix d'investissement : le propriétaire d'un actif donné en garantie ne bénéficie pas du droit de disposer d'un actif sans en rembourser la dette associée. Tout créancier encourt un risque de substitution d'actifs dont le coût doit être assumé par le débiteur, une garantie associée à la créance vient diminuer ce risque, et donc le coût qui y est attaché.

Les dettes garanties baissent les coûts administratifs et d'investigation, en assurant que le titre du prêteur sur l'actif est clairement défini, et en évitant que les droits du prêteur soient amoindris à la suite de l'émission d'une nouvelle dette.

Les dettes garanties peuvent réduire les coûts de contrôle, d'une part en exigeant moins d'informations à collecter pour établir le contrat initial de prêt et pour surveiller de complexes clauses restrictives; et d'autre part, en imposant moins de contraintes que les clauses restrictives de financement quant aux choix d'investissements futurs.

Enfin, l'émission de dettes, garanties par les actifs d'un nouvel investissement, réduit le coût du financement de cet investissement et contribue ainsi à la baisse du risque de sous-investissement.

Sur le plan empirique, Barclay et Smith (1995b) tentent de montrer quels sont les déterminants de la structure de garantie du financement des entreprises, à partir d'un échantillon de 4 995 entreprises industrielles américaines sur la période de 1981-1991. Ils font l'hypothèse que les entreprises, avec plus d'opportunités de croissance dans leur portefeuille de projets d'investissements, devraient avoir une plus forte proportion de leurs dettes à long terme protégée sous forme de contrats de location-acquisition ou de dettes garanties; les choix des investissements qui seront effectivement entrepris restant à faire dans le futur, ces entreprises sont particulièrement exposées aux risques de sous-investissement et de substitution d'actifs. Ils font aussi l'hypothèse que les entreprises sous-évaluées

(surévaluées) devraient émettre des dettes plus (moins) fortement protégées puisqu'elles constituent le mode de financement théoriquement le moins (plus) sous-évalué (surévalué). Enfin, ils font l'hypothèse que les entreprises, avec les taux d'impôts marginaux les plus hauts, devraient plutôt émettre des dettes moins protégées et donc plus risquées puisque le coût associé au risque de défaut est fiscalement déductible.

Plusieurs régressions sont utilisées, pour chacun des modèles, dont la variable dépendante est le pourcentage d'une forme de financement (contrat de location-acquisition, dette garantie, dette ordinaire, dette subordonnée et actions privilégiées) dans la structure de financement de l'entreprise.

Les résultats supportent surtout l'hypothèse des coûts contractuels de sous-investissement et de substitution d'actifs. Les opportunités de croissance, dépendant de décisions futures des dirigeants d'une entreprise, de part leur nature, ne sont pas présentées au bilan. Elles constituent des actifs intangibles, à fort potentiel de substitution d'actifs ou de sous-investissement, et sont plutôt positivement associées à de fortes proportions de financements garantis. Le ratio « valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs », utilisé pour mesurer la valeur des opportunités de croissance d'une entreprise, est associé à des coefficients positifs et significatifs, dans quatre modèles sur cinq, lorsque la variable dépendante est la location-acquisition ou les actions privilégiées. Ce ratio est généralement associé à des coefficients négatifs et significatifs, lorsque la variable dépendante est une forme de dette (garantie, ordinaire, subordonnée), mais moins fortement négatifs pour les dettes garanties (le coefficient est une fois sur quinze positif, alors que la variable dépendante est le poids de la dette garantie). Par contre, les résultats supportent moyennement l'hypothèse fiscale et faiblement l'hypothèse des coûts d'asymétrie d'information.

Il s'agit apparemment de la première étude empirique (Barclay et Smith, 1995b), dont les résultats tendent à corroborer l'hypothèse qu'une dette garantie est susceptible de réduire les coûts associés aux risques de substitution d'actifs ou de sous-investissement, risques particulièrement importants lorsque la valeur de l'entreprise est fondée sur des opportunités de croissance et que le choix des nouveaux investissements reste à effectuer.



Cependant, cette relation n'est peut-être pas toujours croissante et linéaire. Si les dettes garanties sont sources d'économies, elles imposent aussi des coûts à l'entreprise et aux prêteurs. Il s'agit principalement de coûts d'agence et de coûts liés à des pertes de flexibilité. L'entreprise peut être appelée à gérer des conflits entre les créanciers dont les niveaux de protection varient, les plus faibles taux d'intérêts des dettes garanties peuvent encourager la réalisation d'investissements non rentables, l'accès aux fonds externes peut être diminué si la garantie des créanciers protégés inclut les nouveaux investissements, enfin, les garanties réduisent les modalités d'usage des actifs. De leur côté, les créanciers protégés doivent évaluer et contrôler les actifs donnés en garantie, payer des droits d'enregistrement et assumer des coûts administratifs plus importants associés aux dettes garanties (Chen, Jen *et al.*, 1999).

Chen *et al.* (1999) montrent que le niveau de garantie de la dette augmente pour les faibles niveaux du risque d'actif, mesurés par la volatilité des bénéfices avant intérêts financiers et impôts, et des opportunités de croissance, mesurées par le ratio de la valeur de marché des actifs sur leur valeur comptable. Ce niveau de garantie baisse quant le risque d'actif et les opportunités de croissance deviennent suffisamment élevés. Ils montrent une relation concave entre le niveau de garantie de la dette mesuré par le rapport « dettes garanties / (dettes garanties + dettes non garanties) » et le risque d'actif, ainsi que les opportunités de croissance. Pour les entreprises dont la valeur comprend une proportion importante d'opportunités de croissance, les coûts de détresse financière, de sous-investissement et de substitution d'actifs ont tout lieu d'être importants, rendant le financement par dette garantie plus favorable. Cependant, quand les opportunités de croissance et le risque d'actif atteignent certains seuils, les coûts marginaux des dettes garanties deviennent supérieurs à leurs avantages marginaux (Chen *et al.*, 1999).

Les résultats de Barclay et Smith (1995b) montrent une association positive entre les opportunités de croissance d'une entreprise et ses proportions de financement garanti. Dans la mesure, où une cession-bail représente un endettement fortement garanti et participe du renforcement du niveau de garantie de la dette d'une entreprise, le recours aux cessions-bail pourrait être associé au niveau des opportunités de croissance de cette entreprise. Une telle transaction serait ainsi susceptible d'être source d'économies de coûts de sous-

investissement et de substitution d'actifs, ces coûts étant particulièrement importants pour les entreprises dont la valeur est fondée sur des opportunités de croissance. Cependant, suivant les résultats de Chen *et al.* (1999) ces économies seraient seulement envisageables pour les entreprises dont le risque d'actif et les d'opportunités de croissance n'ont pas atteint certains seuils.

En l'absence d'indication sur les niveaux de tels seuils, au-delà desquels les garanties associées à une dette ne constitueraient plus un avantage, la théorie et les résultats empiriques permettent d'envisager que d'un point de vue général, l'avantage des garanties d'une dette est positivement associé au risque d'actif de l'emprunteur ou à ses opportunités de croissance. Dans ces conditions, la forte garantie fournie par une cession-bail pourrait être d'autant plus avantageuse et créatrice de valeur que le risque d'actif du vendeur-preneur ou que ses opportunités de croissance sont importants.

D'un point de vue plus particulier, lorsque certains seuils sont dépassés en termes de risque d'actif ou d'opportunités de croissance, si effectivement les garanties associées à une dette ne sont plus créatrices de valeur, d'autres caractéristiques des cessions-bail peuvent être envisagées comme créatrices de valeur. Premièrement, la nature particulièrement forte de la garantie qui tient au transfert de la propriété d'un actif au créancier. Deuxièmement, la nature hybride d'une cession-bail qui au-delà d'être une forme de financement externe faisant intervenir un bailleur, est une forme d'autofinancement lorsqu'un gain en capital est réalisé. Selon les implications de la théorie de la hiérarchie des modes de financement, ces deux caractéristiques font d'une cession-bail un mode de financement moins coûteux que tout autre mode de financement externe (endettement, émission d'actions) qui devrait être particulièrement adapté au financement d'opportunités de croissance importantes et de projets risqués.

En conclusion, indépendamment de toute considération de seuil, l'avantage de réaliser une cession-bail pourrait être positivement associé au niveau du risque d'actif du vendeur-preneur ou au niveau de ses opportunités de croissance.

### 2.2.3 Mode de financement à long terme

Comme une cession-bail est susceptible de modifier la structure de garantie des dettes d'une entreprise en la renforçant, elle est aussi susceptible d'en modifier l'échéancier en l'allongeant. Le terme de la nouvelle obligation, qui résulte du contrat de location, de son échéance et de ses différentes clauses d'annulation, de renouvellement ou de rachat, est déterminé par la durée de vie du bien restant à courir et par la durée d'utilisation future prévue par le vendeur-preneur. L'échéance de ce nouveau financement vient nécessairement allonger l'échéance moyenne de l'endettement d'une entreprise, à moins que l'échéance moyenne de la dette d'une entreprise soit supérieure à celle de l'échéance moyenne de ses actifs, ce qui est probablement rare.

La littérature financière propose des facteurs idiosyncratiques et certains coûts pour expliquer la structure des échéances de la dette d'une entreprise qui résulte d'un ensemble de choix successifs, de recourir à du financement à long terme ou de recourir à du financement à court terme.

La cotation de la dette de l'entreprise (Diamond, 1991; Guedes et Opler, 1996; Stohs et Mauer, 1996), la qualité de l'entreprise (Flannery, 1986), et son risque de liquidité (Diamond, 1991) constituent les facteurs idiosyncratiques, expliquant la structure des échéances de la dette d'une entreprise. Les entreprises de bonne qualité et dont la dette est bien notée se financent à moindres coûts à court terme; dans ces circonstances, elles sont susceptibles de bénéficier de meilleures conditions de financement lors de leurs négociations à échéances rapprochées, au fur et à mesure de l'annonce de bonnes performances. Par contre, les entreprises de moins bonne qualité, dont la dette est moins bien notée, supportent aussi un risque de liquidité plus important et préfèrent se financer à long terme pour atténuer ce risque. Enfin, les entreprises de mauvaise qualité n'ont pas le choix que de se financer à court terme et encourent un risque élevé de liquidité.

Lorsqu'une entreprise constate la dégradation de l'un de ces facteurs idiosyncratiques, la réalisation d'une cession-bail pourrait constituer un moyen d'allonger l'échéance moyenne de son endettement dans le but de diminuer son risque de liquidité qui s'accroît.

Au-delà des facteurs idiosyncratiques, des coûts de substitution d'actifs et de sous-investissement sont associés aux dettes à long terme (Myers, 1977; Barnea *et al.*, 1980). La

longue échéance d'une dette accroît les possibilités de substitutions d'actifs et de sous-investissement pour les dirigeants. Par contre, le renouvellement plus fréquent de l'échéance d'une dette offre au créancier : d'une part, l'occasion d'ajuster le prix du financement au nouveau risque d'actif du débiteur, surtout si celui-ci a été modifié par substitution d'actifs; d'autre part, la possibilité d'exproprier les actionnaires qui sous-investissent et de réaliser l'investissement rentable à leur place lorsque l'option de le faire n'est pas encore arrivée à échéance.

Concernant les coûts de sous-investissement et de substitution d'actifs, particulièrement importants lorsque la valeur d'une entreprise est constituée d'opportunités de croissance, les résultats de plusieurs études empiriques montrent une association négative entre l'échéance de la dette et la présence d'opportunités de croissance dans le portefeuille d'investissements des entreprises (Barclay et Smith, 1995a; Guedes et Opler, 1996; Johnson, 2003; Aivazian, *et al.*, 2005), indiquant le coût plus élevé, en termes de coûts de sous-investissement et de substitution d'actifs de l'endettement à long terme.

Barclay et Smith (1995a), avec un échantillon de plus de 39 000 observations américaines sur une période allant de 1974 à 1992, régressent le pourcentage de dettes dont l'échéance est supérieure à trois ans, sur le niveau des opportunités de croissance mesuré par le ratio « valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs ». Ils obtiennent un coefficient significativement négatif pour cette variable, indiquant que les entreprises avec moins d'opportunités de croissance ont tendance à se financer à plus long terme.

Guedes et Opler (1996), avec un échantillon de 6 348 émissions de dettes effectuées entre 1983 et 1993, régressent le logarithme du terme de la dette sur le niveau des opportunités de croissance mesuré, comme Barclay et Smith (1995a), par le ratio « valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs ». Le coefficient associé à cette mesure est négatif et significatif, indiquant que les entreprises avec plus d'opportunités de croissance ont tendance à émettre des dettes à plus court terme. Ce résultat est confirmé lorsque des régressions logistiques multinomiales sont utilisées.

Johnson (2003) fait l'hypothèse que la dette à court terme atténue l'effet négatif des opportunités de croissance sur l'effet de levier. Avec un échantillon constitué de toutes les entreprises non financières de Compustat, représentant 4 945 entreprises et 20 565

observations sur la période de 1986 à 1995, il utilise un système d'équations simultanées qui prend en considération le caractère endogène de l'effet de levier et de l'échéance de la dette. Dans la régression de l'effet de levier, le ratio « valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs », mesurant le niveau des opportunités de croissance, il obtient un coefficient significativement négatif quelque soit le mode de traitement des données (en commun, transversal et prise en considération d'effets fixes spécifiques aux entreprises), confirmant que les opportunités de croissance ont un effet négatif sur l'effet de levier. Les entreprises, dont les actifs sont constitués d'opportunités de croissance auxquelles sont associés d'importants coûts de substitution d'actifs ou de sous-investissement, devant subir de plus importants coûts d'emprunt, auraient moins recours à l'endettement. Les opportunités de croissance ne favoriseraient donc pas le recours à ce mode de financement. Dans la régression de l'échéance de la dette, mesurée par le taux de dettes à court terme (mesure inverse du terme), le coefficient obtenu pour le ratio mesurant les opportunités de croissance est négatif lorsque les modèles comprennent l'effet de levier parmi les variables explicatives. L'auteur explique ce résultat contraire à ses prédictions théoriques, par un problème sévère de multi-colinéarité. Lorsque l'effet de levier ne fait pas partie des variables explicatives du taux de dettes à court terme, la mesure des opportunités de croissance obtient : un coefficient positif, mais faiblement significatif lorsque les données sont traitées d'une manière transversale; un coefficient positif, mais non significatif lorsque les données sont traitées en commun; un coefficient négatif et significatif dans le modèle à effets fixes. Ces résultats sembleraient donc montrer une association positive entre le niveau des opportunités de croissance d'une entreprise et sa propension à se financer à court terme; cependant, ce résultat n'est pas robuste à la prise en compte d'effets spécifiques à l'entreprise.

Aivazian *et al.* (2005) montrent que, pour toutes les entreprises non financières de Compustat, de 1982 à 2002, la structure de la dette a un impact significatif sur les décisions d'investissement. Un modèle de régression est utilisé où l'investissement est régressé sur l'échéance de la dette, après contrôle pour l'effet de levier global. L'investissement est mesuré par les dépenses en capital moins l'amortissement, et normalisé par le montant des actifs immobilisés en début d'exercice; l'échéance de la dette est mesurée par le pourcentage des dettes dont l'échéance est supérieure à trois ans. À la mesure de l'échéance est associé un

coefficient significativement négatif indiquant que les entreprises financées à long terme ont tendance à moins investir que celles financées à court terme.

Ainsi, conformément aux prédictions théoriques, on constate empiriquement une association positive entre le recours au financement à court terme et le niveau des opportunités de croissance d'une entreprise, un ensemble d'opportunités étant de par sa nature associé à d'importants risques de substitution d'actifs et de sous-investissement.

En conclusion, une cession-bail, contribuant à l'allongement de l'échéance moyenne de la dette d'un vendeur-preneur, est susceptible d'être réalisée par une entreprise dont la cotation de la dette se dégrade et dont le risque de liquidité augmente. Par ailleurs, alors que les entreprises disposant d'importantes opportunités de croissance se financent plutôt à court terme, une cession-bail représentant un mode de financement à long terme devrait plutôt être réalisée par des entreprises ayant peu d'opportunités de croissance.

#### 2.2.4 Forme hybride de financement hors marché et forme d'autofinancement

Les cessions-bail, donnant accès à un financement obtenu hors des marchés financiers et pouvant représenter une forme d'autofinancement, sont susceptibles de constituer une forme de financement bon marché, voire générer des liquidités excédentaires.

Lorsque les intérêts des dirigeants sont faiblement alignés sur ceux des actionnaires, les dirigeants peuvent prendre des décisions selon leurs propres intérêts, en contradiction avec ceux des actionnaires et des créanciers. Par exemple, les dirigeants peuvent faire des choix comptables favorables à leurs rémunérations (Smith *et al.* 1985), ou utiliser des fonds excédentaires et faire des investissements non rentables à valeur actuelle nette négative (Jensen, 1986). Le recours aux cessions-bail doit aussi être envisagé dans un cadre de faible alignement des intérêts des dirigeants sur ceux des actionnaires, alors qu'elles peuvent améliorer certaines mesures comptables et donner accès à des fonds hors des marchés financiers et peu coûteux.

L'hypothèse qu'une cession-bail soit réalisée pour améliorer certains ratios comptables et financiers, et permettre ainsi à des dirigeants d'accéder à de meilleures rémunérations qui en dépendent, est peu probable pour plusieurs raisons.



Si effectivement les dirigeants semblent avoir une préférence pour la location lorsqu'elle est favorable au calcul de leurs bonus, comme le montre une corrélation positive entre le recours à des contrats de location-exploitation et la présence de bonus des dirigeants calculés sur des bénéfices après impôts (El-Gazza *et al.*, 1986), recourir à la location a pour conséquence de diminuer l'acquisition d'actifs et donc les possibilités ultérieures de procéder à des cessions-bail. De plus, les comités de rémunération conservent la possibilité d'ajuster les mesures comptables, en fonction de l'information publiée sous forme de notes, bien qu'en pratique ils ne semblent pas le faire (Imhoff *et al.*, 1993). Enfin et surtout, les plans de rémunération de hauts dirigeants susceptibles de faire des choix comptables et manipuler la base de calcul de leur rémunération ne sont pas seulement assis sur des mesures comptables par définition manipulables. Ces plans de rémunération incorporent l'octroi d'options ou des variables rattachées directement à la valeur de l'entreprise sur des marchés qui sanctionnent les choix opportunistes et non optimaux des dirigeants. Dans ces conditions, les gains de rémunération, obtenus par manipulations comptables, risqueraient d'être défavorablement compensés par les pertes de rémunération découlant des réactions des marchés financiers à ces manipulations.

La réalisation d'une cession-bail dans un but d'amélioration de la rémunération des dirigeants est donc hautement improbable, elle ne permettrait pas d'atteindre cet objectif. D'ailleurs les résultats d'une étude empirique plus récente que celle d'El-Gazzar *et al.* de 1986 montrent que les dirigeants n'auraient plus recours à la location pour améliorer leur rémunération (Duke *et al.* 2002). Cinq modèles différents (trois logit ordonnés, un logit multinomial et une régression des moindres carrés ordinaires) sont utilisés pour expliquer le recours à la location-exploitation, et comprennent, parmi leurs variables explicatives, une variable dichotomique exprimant l'existence d'un plan de compensation des dirigeants fondé sur les revenus après intérêts. Dans aucun des modèles la variable dichotomique n'est significative, le choix de recourir à la location ne semble donc pas (ou plus) susceptible d'être déterminé par des plans de compensation des dirigeants, même lorsqu'ils sont fondés sur des mesures comptables.

Par contre, l'hypothèse qu'une cession-bail soit réalisée pour financer des investissements peu rentables, voire à valeur actuelle nette négative, est-elle envisageable ?

Théoriquement, plusieurs facteurs peuvent pousser les dirigeants à investir au-delà de la taille optimale de leur entreprise : la croissance augmente le pouvoir des dirigeants, en augmentant les ressources sous leur contrôle; la croissance augmente leur rémunération positivement associée à celle des ventes; enfin, la tendance à récompenser les dirigeants intermédiaires par des promotions internes, plutôt que par des bonus annuels, crée un biais favorable à la croissance (Jensen, 1986). Lorsque les dirigeants ont à leur disposition une trésorerie excédentaire, au-delà de celle qui est nécessaire pour réaliser l'ensemble de leurs investissements à valeur actuelle nette positive, et lorsque l'intérêt des dirigeants est faiblement aligné sur celui des actionnaires, les dirigeants sont susceptibles d'utiliser cette trésorerie excédentaire pour financer des projets d'investissement dont la valeur actuelle nette est négative, au lieu de la rétrocéder aux actionnaires sous forme de dividendes ou de remboursement de capital.

Cependant, aucune étude empirique, montrant clairement de tels comportements en présence de trésorerie excédentaire, n'a pu être identifiée. Bates (2005) examine les déterminants de l'utilisation de la trésorerie obtenue par des entreprises américaines, lors de la cession de filiales. Il propose quatre possibilités d'utilisation de cette trésorerie : sa rétention sous forme de liquidités, le remboursement de dettes, le rachat d'actions et le paiement de dividendes. Il montre que la rétention est positivement corrélée aux opportunités de croissance de l'entreprise et à ses investissements post-transactionnels, et qu'elle est aussi associée à des taux d'investissement significativement plus hauts que ceux des autres entreprises du même secteur industriel. De plus, il apparaît que si la rétention est favorable aux actionnaires des entreprises dont les opportunités de croissance et les investissements en capital attendus sont importants, la rétention leur est défavorable lorsque les opportunités de croissance sont faibles et l'excès d'investissements post-transactionnels substantiel (Bates 2005). Ces résultats semblent donc montrer une possibilité d'excès d'investissement alors que des entreprises ont à leur disposition des flux de trésorerie excédentaires qu'elles n'ont pas obtenus sur des marchés financiers.

En conclusion, une trésorerie excédentaire pourrait servir à financer des investissements peu ou pas rentables, lorsque les intérêts des dirigeants sont faiblement alignés sur ceux des actionnaires. Les cessions-bail qui donnent accès à des liquidités hors des marchés



financiers, seraient alors susceptibles de favoriser de tels comportements. Dans ces circonstances, les cessions-bail devraient être associées à l'absence d'opportunités de croissance du vendeur-preneur.

## 2.3 Hypothèses

Cinq hypothèses relatives aux déterminants du choix de recourir à une cession-bail, sont proposées, elles découlent des résultats présentés de la littérature sur les cessions-bail, des théories relatives au choix d'un mode de financement, et de l'analyse des caractéristiques financières d'une cession-bail.

Le choix de recourir à une cession-bail implique que les dirigeants du vendeur-preneur, qui ont pris la décision d'effectuer une transaction qui s'apparente à une forme d'endettement garanti à long terme, recherchent l'avantage économique qui lui est associé. Cet avantage économique est le moindre coût d'emprunt d'une cession-bail, comparé au coût de toute autre forme d'endettement, qu'il s'agisse d'un emprunt obligataire ou d'un emprunt bancaire. Le coût « d'emprunt » d'une cession-bail est constitué des coûts transactionnels que doit assumer le vendeur-preneur pour réaliser la transaction, et du taux d'intérêt implicite au bail mis en place; de la même manière, le coût de toute autre forme d'endettement est constitué de coûts transactionnels assumés par l'emprunteur, et du taux d'intérêt demandé par les créanciers. Dans cette perspective, chacune des hypothèses établit un lien entre l'avantage économique de réaliser une cession-bail et un déterminant.

### 2.3.1 Hypothèse des coûts de détresse financière

La théorie statique de la structure de capital propose que si dans certains contextes fiscaux les entreprises ont un avantage économique à s'endetter, au-delà d'un certain seuil d'endettement, elles doivent assumer des coûts de détresse financière liés au risque de ne pouvoir effectuer des décaissements prévus à échéances préétablies.

Dans la mesure où une cession-bail transfère au créancier la propriété d'un bien, elle offre une très forte garantie en cas de faillite du locataire, le droit de propriété étant plus fort que toute autre forme de garantie (Smith *et al.*, 1985), et représente le mode de financement le moins risqué possible pour un créancier. La garantie constituée par le titre de propriété

diminue l'espérance des coûts improductifs d'insolvabilité ou de faillite associés à une dette, à travers deux mécanismes : d'une part, le droit des créanciers est clairement défini par le titre de propriété et le contrat de location, aucun coût improductif ne doit être engagé pour l'établir ou le faire respecter; d'autre part, le bien ne peut être vendu pour couvrir d'éventuelles créances d'honoraires, prioritaires sur les créances garanties, et associées à la gestion de toute situation d'insolvabilité ou de faillite.

De plus, les liquidités dégagées par la cession, qui reviennent au vendeur-preneur, sont obtenues hors des marchés financiers et dépendent directement de la valeur marchande du bien cédé, plutôt que de la qualité du crédit du vendeur-preneur.

En situation de fort endettement, lorsque l'espérance des coûts d'insolvabilité ou de faillite du vendeur-preneur est importante et que sa qualité de crédit est diminuée, le coût de toute nouvelle dette devient prohibitif. Dans ces conditions, recourir à une cession-bail peut permettre d'accéder au financement nécessaire à de moindres coûts : soit pour éviter une situation d'insolvabilité ou de faillite et les coûts improductifs qui lui sont associés, soit pour en diminuer ces coûts si elle doit advenir. Les liquidités ainsi obtenues peuvent servir, par exemple : à effectuer les investissements nécessaires à l'augmentation de la productivité des installations, et ultérieurement à l'amélioration de la situation financière; à rembourser certaines dettes venues à échéance, dont le coût de renouvellement serait devenu exorbitant, et accroître ainsi l'échéancier de la dette pour mieux le synchroniser avec celui des actifs.

Empiriquement, il a été constaté que les entreprises qui ont recours à la location (Krishnan et Moyer, 1994; Duke *et al.*, 2002) ou aux cessions-bail (Moyer et Krishnan, 1995; Ezzell et Vora, 2001; Fisher, 2004) ont un plus fort potentiel de détresse financière, et que les entreprises qui font des cessions-bail sont plus proches d'une situation de détresse financière que celles qui ont recours à la location directement (Ezzell et Vora, 2001).

De plus, les cessions-bail allongent l'échéancier de la dette, allongement recherché lorsque la cotation de la dette et la qualité d'une entreprise diminue ou lorsque son risque de trésorerie augmente (Flannery, 1986; Diamond, 1991; Guedes et Opler, 1996; Stohs et Mauer, 1996).

En situation de détresse financière résultant d'un niveau d'endettement élevé, une cession-bail peut ainsi constituer un mode de financement particulièrement adapté en termes de

garantie, d'échéance et de coût, comparativement à toute autre forme de financement externe.

Une première hypothèse alternative peut donc être formulée :

$H_{a1}$  : L'avantage de réaliser une cession-bail est positivement associé aux coûts de détresse financière du vendeur-preneur.

### 2.3.2 Hypothèse des opportunités de croissance

La théorie de l'agence propose un ensemble de coûts induits par des politiques d'investissement non optimales et associés à la structure de financement d'une entreprise. D'une part, il s'agit des coûts de sous-investissement (Myers, 1977) et des coûts de substitution d'actifs (Smith et Warner, 1979) associés aux dettes et conflits d'intérêts entre créanciers et actionnaires. D'autre part, il s'agit de coûts de surinvestissement associés aux investissements d'excédents de trésorerie dans des projets à rendement négatif et conflits d'intérêts entre dirigeants et actionnaires (Jensen, 1986).

Myers (1977) rappelle que la valeur d'une entreprise est constituée d'actifs en place et d'actifs pas encore en place qui représentent des opportunités de croissance future, et que la plupart des entreprises sont évaluées sur la base d'une continuité de leur exploitation, leur valeur reflétant l'espérance d'investissements futurs. Il montre qu'une firme endettée qui agit dans l'intérêt de ses actionnaires, ne suivra pas les mêmes règles décisionnelles en matière d'investissement, comparativement à une firme qui émet de la dette peu risquée ou qui n'émet pas de dette. Pour éviter le transfert de richesse de leurs actionnaires vers leurs créanciers, les entreprises qui se financent par un endettement important et donc plus fortement risqué, sont susceptibles de renoncer à des investissements à valeur actuelle nette positive qui seraient néanmoins créateurs de valeur, adoptant ainsi un comportement de sous-investissement (Myers, 1977). Les coûts de sous-investissements apparaissent donc intrinsèques aux opportunités de croissance et à leur financement par dette risquée; ils sont moins susceptibles d'être associés aux actifs en place.

D'une manière semblable, pour transférer de la richesse de leurs créanciers vers leurs actionnaires, les entreprises peuvent remplacer des actifs peu risqués par des actifs plus risqués (Barclay et Smith, 1995b). Les créanciers d'une entreprise sont particulièrement

exposés à ce type de risque, lorsque des dettes de l'entreprise sont destinées à financer des opportunités de croissance. Dans cette situation, la contrepartie de ces dettes est constituée d'actifs liquides susceptibles d'être transformés en actifs plus ou moins risqués. Comme les coûts de sous-investissement, les coûts de substitution d'actifs sont donc intrinsèques aux opportunités de croissance et à leur financement par dettes risquées. Les actifs en place restent susceptibles de faire l'objet de substitution d'actifs, mais plus difficilement que pour les opportunités de croissance, et probablement à un coût bien supérieur, d'autant plus que ces risques de substitutions peuvent être contrôlés par un ensemble de clauses restrictives de financement dans les contrats de dettes en place.

Les risques de sous-investissement et de substitution d'actifs sont donc essentiellement inhérents aux opportunités de croissance d'une entreprise, et leurs coûts à leur financement par endettement. En l'absence d'opportunités de croissance, les risques de sous-investissement et de substitution d'actifs devraient être faibles, voire inexistants.

La littérature propose plusieurs moyens de réduire les coûts de sous-investissement et de substitution d'actifs : la réduction de l'endettement dans la structure de capital (Hovakimian *et al.*, 2001), les clauses restrictives de financement (Smith et Warner, 1979), la réduction de l'échéance de la dette (Myers, 1977), la préservation du droit de financer de nouveaux investissements par des dettes fortement garanties ou la location (Stulz et Johnson, 1985).

Par ailleurs, la littérature empirique montre une relation significativement négative entre les opportunités de croissance des entreprises et leur recours à l'endettement. Barclay *et al.*, (2006) et Hovakimian *et al.* (2001, p. 2) arrivent à la conclusion que « *les entreprises devraient utiliser relativement plus de dettes pour financer les actifs en place et relativement plus de capital pour financer les opportunités de croissance* »<sup>13</sup>. De leur côté, Barclay et Smith (1995b) montrent une association positive et significative entre les opportunités de croissance des entreprises et leur recours à la location-acquisition.

Pour plusieurs raisons, une cession-bail est susceptible de réduire les coûts de sous-investissement et de substitution d'actifs associés aux opportunités de croissance d'un vendeur-preneur, conformément aux propositions de la littérature (Myers, 1977; Smith et

---

<sup>13</sup> Traduction de l'auteur.

Warner, 1979; Stulz et Johnson, 1985; Hovakimian *et al.*, 2001). Premièrement, elle implique un fournisseur de capitaux qui devient propriétaire d'un actif, cédé en contrepartie d'un financement qu'il remet au vendeur-preneur. De ce point de vue, elle représente un financement externe fortement garanti, voire une forme de dette sans risque, donc contribue à la baisse du niveau d'endettement risqué du vendeur-preneur. Deuxièmement, elle montre que le droit de financer de nouveaux investissements par des dettes fortement garanties ou la location est maintenu et exercé.

En conséquence, l'avantage de réaliser une cession-bail devrait être positivement associé aux opportunités de croissance du vendeur-preneur qui représentent d'importants risques de sous-investissement et de substitution d'actifs, dont la cession-bail viendrait diminuer les coûts.

Une seconde hypothèse alternative peut donc être formulée :

$H_{a2}$  : L'avantage de réaliser une cession-bail est positivement associé aux opportunités de croissance du vendeur-preneur.

### 2.3.3 Hypothèse des liquidités disponibles

Une cession-bail représente la vente d'un actif, dont le vendeur-preneur est propriétaire et dont il a assuré le financement dans le passé, par des fonds d'origine interne ou par des fonds d'origine externe. Le coût de devenir propriétaire du bien et de le financer était inférieur au coût de le louer et représentait un avantage. Cet avantage n'est pas susceptible d'être remis en question, tant que la capacité d'autofinancement du vendeur-preneur lui permet de poursuivre son activité d'exploitation et d'assurer sa croissance; autrement dit, tant que les flux de trésorerie générés par son exploitation sont suffisants.

Par contre, lorsque cette capacité n'est plus suffisante, la nécessité d'accéder à un nouveau financement coûteux peut remettre en question l'avantage d'être propriétaire d'un bien et de recourir à un nouveau financement, comparativement à devenir locataire de ce bien et disposer de sa valeur marchande; particulièrement, dans les situations où le vendeur-preneur est déjà fortement endetté ou doit financer des opportunités de croissance. L'insuffisance des flux de trésorerie constitue donc une condition du recours à une cession-bail; en présence

d'une trésorerie suffisante, la question du choix de recourir à une telle transaction n'ayant pas lieu de se poser.

De plus, l'avantage de réaliser une cession-bail pourrait être d'autant plus important que les flux de trésorerie sont insuffisants.

D'une part, une insuffisance élevée des flux de trésorerie qui remet en question la poursuite de l'activité d'un vendeur-preneur marque une dégradation importante de ses conditions d'exploitation. Cette dégradation s'accompagne d'un accroissement des coûts de détresse financière du vendeur-preneur et implique une réorganisation, nécessaire pour rétablir de bonnes conditions d'exploitation, mais dont le succès reste aléatoire et donc risqué. D'autre part, une insuffisance élevée des flux de trésorerie d'un vendeur-preneur pour financer des opportunités de croissance indique qu'il s'agit d'investissements d'envergure pouvant impliquer une croissance de taille. À ces opportunités de croissance ou investissements futurs, est associé un ensemble important de risques d'exploitation et financiers.

Dans ces conditions de risques élevés, tout financement, nécessaire à la réalisation de ces investissements et obtenu sur des marchés financiers incorporera une forte prime de risque et deviendra particulièrement coûteux.

Une cession-bail, donnant accès à un financement hors des marchés financiers et fortement garanti par le bien dont l'acheteur-bailleur devient propriétaire, représente un investissement financier peu risqué pour le bailleur de fonds, qui en contrepartie n'a pas à demander de prime de risque élevée. Pour le vendeur-preneur, l'avantage de recourir à une telle transaction devrait donc être d'autant plus important qu'est élevée l'insuffisance des flux de trésorerie nécessaires à la poursuite de son activité ou à la réalisation de ses opportunités de croissance. Autrement dit, dans la mesure où une insuffisance de flux de trésorerie se traduit par un faible niveau de liquidités disponibles, l'avantage de réaliser une cession-bail est susceptible d'être négativement associé au niveau des liquidités dont dispose le vendeur-preneur.

Une troisième hypothèse alternative peut donc être formulée :

$H_{a3}$  : L'avantage de réaliser une cession-bail est négativement associé au niveau des liquidités à la disposition du vendeur-preneur.



#### 2.3.4 Hypothèse du risque d'exploitation

Les théories relatives au choix d'un mode de financement proposent un ensemble de risques liés à la structure de financement d'une entreprise. À ces risques encourus par un créancier sont associés les coûts que le débiteur doit assumer en contrepartie, qu'il s'agisse des coûts de détresse financière, de sous-investissement, de substitution d'actifs ou de surinvestissement. Indépendamment de ces coûts et donc de ses choix financiers, une entreprise est soumise à un risque d'exploitation lié à la nature de ses activités économiques, et pour lequel ses créanciers vont exiger une rémunération. Deux phénomènes contribuent à ce risque : le caractère cyclique de l'activité de l'entreprise et le niveau de son levier opérationnel.

Lorsque les revenus d'une entreprise sont cycliques, ils sont soumis à des phases d'expansion, puis à des phases de récession. Pendant les phases d'expansion, l'activité de l'entreprise dégage des flux de trésorerie importants, alors que lors des phases de récession elle dégage de plus faibles flux. Dans ces conditions, elle peut être amenée à ne pas distribuer une partie des flux excédentaires de trésorerie obtenus lors des phases d'expansion, pour financer son activité lors des phases de récession.

Le levier opérationnel représente une deuxième source de risque opérationnel lié à la nature de l'activité d'une entreprise, il est fonction du niveau relatif des coûts fixes de l'entreprise par rapport à ses coûts variables : plus la proportion des coûts fixes est importante plus le levier opérationnel est élevé, et donc le risque d'exploitation. Dans les cas où les coûts fixes d'une entreprise sont élevés, une variation à la hausse des ventes a une influence positive décuplée sur le résultat et les flux de trésorerie, et inversement. Par contre, dans les cas où les coûts fixes d'une entreprise sont faibles, une variation des ventes a une influence plutôt proportionnelle sur le résultat et les flux de trésorerie. En l'absence de caractère cyclique des revenus d'une entreprise, à lui seul, le levier opérationnel ne constitue pas un risque; par contre, il constitue un facteur aggravant du risque lié au caractère cyclique de l'activité d'une entreprise.

Si une cession-bail représente la mise à disposition du vendeur-preneur d'une trésorerie, en contrepartie de la vente d'un actif immobilisé acquis dans le passé; inversement,

l'acquisition passée représente l'utilisation d'une trésorerie dont le vendeur-preneur avait la disposition, quel qu'en fut la source de financement.

Dans cette perspective, l'acquisition d'un actif immobilisé, lors d'une phase d'expansion d'une entreprise, est un moyen de conserver des flux excédentaires de trésorerie ou d'accéder à du financement externe bon marché pour financer cette acquisition, et représente un placement financier à long terme. Une cession-bail, lors d'une phase de récession, est alors un moyen d'accéder à une trésorerie nécessaire pour la poursuite des opérations. Elle permet à l'entreprise de continuer à bénéficier de la ressource que constitue l'actif cédé, à travers un contrat de location, et d'obtenir une trésorerie équivalente à la valeur de marché de cet actif, sans pour autant subir les coûts financiers qui seraient liés à toute source de financement externe obtenue lors d'un cycle récessif.

Pour les entreprises dont le risque d'exploitation est élevé, les cessions-bail pourraient être un moyen de mitiger les coûts associés à leurs besoins de financement, susceptibles d'être plus importants et plus coûteux lors des phases de récession.

Une quatrième hypothèse alternative peut donc être formulée :

$H_{a4}$  : L'avantage de réaliser une cession-bail est positivement associé au niveau du risque d'exploitation du vendeur-preneur.

### 2.3.5 Hypothèse fiscale

Si une cession-bail s'apparente à un mode de financement par emprunt fortement garanti et à long terme, elle met aussi en place un contrat de location. La littérature montre que la location pourrait avoir ses propres avantages fiscaux par rapport à toute autre forme d'emprunt. Comparativement à l'acquisition d'immobilisations financée par endettement, plusieurs hypothèses théoriques sont proposées par la littérature financière quant à de possibles avantages fiscaux qui seraient associés à la location (Lewellen *et al.*, 1976; Miller et Upton, 1976; Myers *et al.*, 1976). La location serait avantageuse pour des locataires plus faiblement imposés que leurs bailleurs. Dans ces conditions, l'avantage fiscal lié à la déductibilité des amortissements et des intérêts financiers reviendrait pleinement au bailleur, et pourrait être rétrocédé au locataire à travers de plus faibles loyers. Empiriquement (Graham *et al.*, 1998; Kang et Long, 2001; Duke *et al.*, 2002), on constate effectivement que



le taux d'imposition semble jouer un rôle explicatif dans le choix entre location et endettement, la location étant associée à de plus faibles taux d'imposition.

En matière de cessions-bail, alors que ces transactions sont susceptibles de donner accès aux avantages fiscaux de la location, plusieurs études empiriques montrent que ces transactions sont d'autant mieux valorisées par les marchés et donc créatrices de valeur, que les taux d'imposition effectifs des vendeurs-preneurs, estimés pour l'exercice précédant la transaction, sont faibles (Alvayay *et al.*, 1995; Moyer et Krishnan, 1995; Ezzell et Vora, 2001; Fisher, 2004). On peut donc en conclure que les vendeurs-preneurs des cessions-bail recherchent les avantages fiscaux liés à la location, et que ces transactions sont négativement associées au niveau d'imposition des vendeurs-preneurs.

De plus, les résultats d'une rare étude empirique canadienne montrent que ce sont plutôt les entreprises avec un faible taux d'imposition marginal qui ont recours à la location (Shanker, 1997). L'étude tente d'évaluer l'impact de la fiscalité sur le recours à la location au Canada, à la lumière de la mise en place du nouveau régime fiscal de 1989, avec un échantillon de 2779 observations, obtenues sur la période de 1985 à 1995. Le recours à la location, mesuré par la somme du total des contrats de location-acquisition figurant au bilan et des engagements de paiements de loyers pour les cinq prochaines années, est régressé sur un ensemble de variables dont le taux d'impôt marginal. Le coefficient du taux marginal d'imposition est significatif et négatif pour l'ensemble de la période de 1985 à 1995, indiquant une association négative entre le taux d'imposition et le recours à la location.

Cependant, les principes et caractéristiques de la fiscalité canadienne viendraient plutôt à l'encontre de ce type de conclusion, tout en n'interdisant pas de possibles avantages, à travers les exceptions aux principes. Concernant les principes dont découle l'avantage fiscal de l'endettement, le système fiscal canadien définit un contexte similaire au contexte fiscal américain dit « classique » : d'une part, les sociétés par actions canadiennes sont soumises à un impôt sur les bénéfices, d'autre part les intérêts financiers sont déductibles et les dividendes ne le sont pas. Le principe de l'avantage fiscal de l'endettement n'est donc pas susceptible d'être remis en question. Concernant le point relatif à l'avantage fiscal de louer pour les entreprises moins imposées, une loi fiscale instaurée pour éviter le « négoce » de l'avantage fiscal de la déduction pour amortissement, est en vigueur depuis le 26 avril 1989.

Elle limite au revenu de la location le montant de la déduction pour amortissement que peut réclamer le bailleur qui doit alors exiger des loyers plus élevés, et réduit ainsi la possibilité des locataires en situation de perte de négocier des amortissements fiscaux accélérés en contrepartie de loyers plus faibles. Cependant, selon le règlement 1100(12)<sup>14</sup>, cette restriction ne s'applique pas aux bailleurs dont la principale activité est le crédit-bail, la location, l'aménagement, la vente de bien immeubles dont ils sont propriétaires, activité principale qui a tout lieu d'être celle d'un acheteur-bailleur intervenant dans le cadre d'une cession-bail. Dans ces conditions, il pourrait subsister des possibilités, pour un locataire faiblement imposé, de tirer des avantages fiscaux de la location.

En conclusion, malgré le principe de la loi fiscale canadienne, les exceptions de cette législation, les conclusions de la littérature relative aux avantages fiscaux du recours à la location par rapport à l'endettement, et les résultats empiriques de Shanker (1997) permettent d'envisager de potentiels avantages fiscaux associés au recours à la location, pour les locataires faiblement imposés.

Dans ces conditions, une cinquième hypothèse alternative peut être formulée :

H<sub>a5</sub> : L'avantage de réaliser une cession-bail est négativement associé au niveau d'imposition du vendeur-preneur.

---

<sup>14</sup> Cours d'impôt, Collection Recueil Fiscal, Édition 2005-2006, René Huot, page J-36.

## CHAPITRE III

### ÉCHANTILLONNAGE ET MÉTHODOLOGIE

L'objectif de l'échantillonnage et de la méthodologie est de mettre en évidence les déterminants financiers du choix de recourir à une cession-bail. Les hypothèses proposent que l'avantage de réaliser une cession-bail est : ( $H_{a1}$ ) positivement associé aux coûts de détresse financière du vendeur-preneur; ( $H_{a2}$ ) positivement associé à ses opportunités de croissance; ( $H_{a3}$ ) négativement associé à son niveau de liquidités disponibles; ( $H_{a4}$ ) positivement associé à son niveau de risque d'exploitation; ( $H_{a5}$ ) négativement associé à son niveau d'imposition.

Ce chapitre présente la sélection de l'échantillon, les mesures des variables et la collecte des données. Il offre une description statistique de l'échantillon et explique le choix du modèle utilisé.

#### 3.1 Sélection de l'échantillon

Dans la mesure où une cession-bail remet en question le choix antérieur d'une entreprise d'acquérir un actif, pour dorénavant le louer; cette décision est susceptible de s'expliquer par des variations temporelles et transversales, des facteurs déterminants le choix d'un mode de financement; des données de panel sont donc nécessaires pour capter ces deux types de variations.

L'objectif de la sélection de l'échantillon est d'obtenir un panel complet, couvrant une période de plusieurs exercices comptables, constitué d'entreprises ayant pendant cette période effectué une ou plusieurs cessions-bail; et d'entreprises n'ayant effectué aucune transaction de cession-bail pendant cette même période.

Le choix des bases de données a été fait en fonction de la possibilité d'y accéder au moment de la collecte : Stock Guide pour les données comptables et Datastream pour les données de marché non disponibles dans Stock Guide. La base de données Sedar a été accessoirement

utilisée pour les variables indépendantes, lorsque certaines données comptables n'étaient pas reportées dans Stock Guide; elle a été utilisée pour collecter la variable dépendante. Le choix d'une période d'étude de six années (2000-2005) a été fait en fonction de la disponibilité des données.

Le tableau 3.1 décrit la sélection de l'échantillon à partir de l'ensemble des 1011 entreprises de la base de données Stock Guide, au mois de mars 2007. Parmi ces entreprises, 412 n'ont pas été retenues en raison de leur appartenance à des secteurs économiques faisant l'objet de conditions qui leur sont propres, en termes de réglementation, de fiscalité ou de pratiques comptables. Il s'agit essentiellement des secteurs directement liés à l'exploitation des ressources naturelles (métaux et minéraux, exploration minière, or et métaux précieux, forêt, exploration et production de pétrole et de gaz), et des secteurs des services bancaires, financiers, immobiliers et d'assurance. Parmi les 599 entreprises restantes, 514 entreprises canadiennes cotées à la bourse de Toronto sur le TSX ont été conservées.

Cherchant à expliquer le recours à des cessions-bail ayant eu lieu pendant une période de six années (2000-2005), il est nécessaire d'avoir des données sur une période de sept années (1999-2005), les transactions d'une année dépendant de déterminants mesurés l'année précédente. Par conséquent, un total de 227 entreprises a dû être éliminé : 133 entreprises ne disposant pas de données complètes dans Stock Guide et 94 entreprises ne disposant pas de données complètes dans Datastream. Aucune entreprise n'a été éliminée pour indisponibilité de ses rapports annuels ou de ses états financiers dans Sedar.

Il reste donc un total de 287 entreprises pour lesquelles des données complètes sont disponibles pour la période d'étude (tableau 3.1).

Tableau 3.1  
Description de la sélection des entreprises de l'échantillon (panel complet)

Étapes de la sélection	Nombre
Entreprises répertoriées dans Stock-Guide	1 011
Secteur des métaux et minéraux	-45
Secteur de l'exploration minière	-25
Secteur de l'or et métaux précieux	-84
Secteur de la forêt	-9
Secteur du pétrole et gaz, exploration et production	-124
Secteur bancaire	-10
Secteur des services financiers et d'investissement	-53
Secteur de l'assurance	-15
Secteur de l'immobilier	-47
Entreprises non retenues	-412
Entreprises des secteurs retenus	599
Entreprises non cotées à Toronto	-72
Entreprises non canadiennes	-13
Entreprises non retenues	-85
Entreprises canadiennes cotées à Toronto sur le TSX	514
Données non complètes de 1999 à 2005 dans Stock Guide	-133
Entreprises sans prix ajustés complets de 1998 à 2004 dans Datastream	-94
Entreprises non retenues	-227
Échantillon (287 entreprises x 6 années = 1 722 observations)	287

### 3.2 Mesure des variables

L'avantage de réaliser une cession-bail est associé à un ensemble de déterminants. Cette partie présente comment sont mesurés cet avantage et ses déterminants.

#### 3.2.1 Mesure de l'avantage de réaliser une cession-bail

L'avantage de réaliser une cession-bail est le bénéfice que réalise un vendeur-preneur, par rapport au choix de recourir à un autre mode d'emprunt. Ce bénéfice dépend du coût de la cession-bail (coûts transactionnels et taux d'intérêt implicite au bail) et du coût de modes alternatifs de financement (coûts transactionnels et taux d'emprunt marginal), il correspond à

la différence entre ces deux coûts. Pratiquement, aucun de ces coûts n'est observable, l'avantage de réaliser une cession-bail n'est donc pas empiriquement mesurable.

Par contre, ce type de transaction est susceptible de faire l'objet d'une divulgation dans le rapport annuel du vendeur-preneur ou dans ses états financiers vérifiés, d'une manière cependant plus ou moins sophistiquée.

Depuis mai 2003, le chapitre 3475 du Manuel de l'ICCA relatif à la sortie d'actifs à long terme et l'abandon d'activités énonce dans son paragraphe 37 que « *Les états financiers doivent fournir les informations suivantes dans la période au cours de laquelle un actif à long terme (ou un groupe à sortir) a été vendu ou classé comme destiné à la vente : une description des faits et circonstances à l'origine de la sortie réelle ou prévue, le mode et le moment prévus de la sortie et, si elle n'est pas présentée séparément dans le corps même du bilan, la valeur comptable des grandes catégories d'actifs et de passifs faisant partie du groupe à sortir; s'il n'est pas présenté séparément dans le corps même de l'état des résultats, le montant du gain ou de la perte constaté... et le libellé du poste de l'état des résultats dans lequel le gain ou la perte a été pris en compte;...* ». Une cession-bail impliquant la cession d'un actif inscrit au bilan d'un vendeur-preneur, l'application de cette norme comptable entraîne la divulgation d'un minimum d'informations dans les états financiers d'une entreprise qui a réalisé une cession-bail au cours d'un exercice; elle permet d'identifier à la lecture des états financiers d'une entreprise, si une cession-bail a été réalisée au cours de l'exercice qu'ils concernent ou si aucune transaction de ce type n'a été réalisée.

Pour les exercices 2000 à 2002, où cette norme n'était pas en vigueur, il reste possible d'identifier si une cession-bail a été réalisée pendant un exercice, quoique peut-être d'une manière moins exhaustive. D'une part, toute cession-bail réalisée par une société ouverte, particulièrement lorsqu'elle a un impact économique significatif, est susceptible d'être mentionnée et décrite dans le rapport annuel, soit au niveau du rapport de gestion, soit au niveau d'une note dans les états financiers. D'autre part, ce type de transaction peut être mentionné à plusieurs endroits des états financiers d'un vendeur-preneur, particulièrement dans l'état des flux de trésorerie et dans certaines notes.

À la lecture des états financiers de certains vendeurs-preneurs, on peut observer que dans l'état des flux de trésorerie, le produit de la vente du bien cédé est présenté au niveau des

activités de financement ou d'investissement. On peut aussi observer que des gains reportés, liés à des cessions-bail, sont présentés les exercices subséquents à celui de la transaction, sur la durée du bail, soit au niveau des éléments d'ajustement des activités d'exploitation, soit au niveau d'éléments de passif. Ces gains reportés correspondent à la différence entre la valeur comptable du bien cédé et le produit de cession.

Aussi, de l'information liée à une cession-bail peut figurer dans les notes des états financiers de l'exercice où la transaction a eu lieu et dans les notes des états financiers de plusieurs exercices subséquents. Il s'agit principalement des notes relatives aux actifs immobilisés, aux dettes à long terme, aux obligations liées aux contrats de location-acquisition ou de location-exploitation, aux crédits reportés, aux impôts futurs sur les bénéfices, aux engagements et éventualités, aux arrangements hors bilan.

En conclusion, bien qu'aucune norme comptable canadienne ne propose de divulguer clairement les éléments financiers d'une transaction de cession-bail, l'influence économique, financière et comptable de ce type de transaction, ainsi que l'énoncé du paragraphe 38 du chapitre 3475 du Manuel de l'ICCA permettent d'envisager qu'à la lecture du rapport annuel ou des états financiers d'une entreprise, il est possible d'identifier si une cession-bail a été réalisée au cours de l'exercice qu'ils concernent.

A défaut de pouvoir mesurer empiriquement l'avantage économique dont bénéficie une entreprise qui réalise une cession-bail, il est possible d'observer si une telle transaction a été réalisée au cours d'un exercice financier, et d'en conclure, lorsque c'est le cas, que le vendeur-preneur a recherché à bénéficier des avantages de ce type de transaction. La mesure empirique de l'avantage de réaliser une cession-bail peut donc s'effectuer à l'aide d'une variable dichotomique « CB », qui prend la valeur 1 lorsqu'une (ou plusieurs) cession-bail est observée au cours d'un exercice financier. À cette variable est associé un indice « it » pour indiquer qu'il s'agit de l'entreprise « i » qui a réalisé une cession-bail au cours de l'exercice « t ».

### 3.2.2 Mesure des déterminants et hypothèses empiriques

Les coûts de détresse financière du vendeur-preneur, ses opportunités de croissance, ses niveaux de liquidités disponibles, de risque d'exploitation et d'imposition constituent

l'ensemble des cinq déterminants à mesurer. Ces mesures sont faites ex ante, avant la réalisation d'une cession-bail; l'observation ( $CB_{it}$ ) d'une cession-bail, réalisée par une entreprise « i » au cours d'un exercice « t », est expliquée par des déterminants mesurés la fin de l'exercice précédent « t-1 ».

### 3.2.2.1 Hypothèse des coûts de détresse financière

La première hypothèse ( $H_{a1}$ ) prédit que l'avantage de réaliser une cession-bail est positivement associé aux coûts de détresse financière du vendeur-preneur. Ces coûts ne sont pas directement observables, ils doivent être estimés par une variable indirecte.

Dans la littérature empirique relative aux cessions-bail, plusieurs variables indirectes sont utilisées pour estimer les coûts de détresse financière : le ratio de couverture des intérêts financiers (Ezzell et Vora, 2001), le ratio des capitaux propres sur le total de l'actif (Moyer et Krishnan, 1995), les mesures d'évaluation publiées par les agences de cotation telles que Value Line (Moyer et Krishnan, 1995) ou le ratio des dettes sur les actifs (Fisher 2004).

Ces variables n'ont pas été retenues pour différentes raisons. Le ratio de couverture des intérêts financiers est égal au quotient obtenu en divisant le bénéfice de l'exercice, avant les intérêts de la dette à long terme et les impôts, par les intérêts de l'exercice sur la dette à long terme. Ce ratio présente deux difficultés : d'une part, il ne peut pas être calculé pour les entreprises non endettées, dont les intérêts sur la dette à long terme sont nuls; d'autre part, il a une signification ambiguë lorsque l'entreprise réalise une perte avant la prise en compte des intérêts de la dette à long terme et des impôts. Le ratio des capitaux propres sur le total de l'actif, comme le ratio des dettes sur les actifs, a l'inconvénient d'incorporer de l'information à court terme, relative au cycle d'exploitation de l'entreprise et à sa situation de trésorerie, et ne représente pas sa structure de financement, en termes de capitaux propres et de capitaux empruntés à long terme, les coûts de détresse financière étant associés à cette structure. Enfin, les évaluations d'une agence de cotation telle que Value Line, ne sont pas disponibles pour beaucoup d'entreprises de l'échantillon qui sont de petite taille.

Par contre, les coûts de détresse financière du vendeur-preneur peuvent être estimés par le taux d'endettement du vendeur-preneur : selon la théorie de la structure de capital les coûts de détresse financière augmentent avec le niveau d'endettement d'une entreprise et Graham



*et al.* (1998) le constatent empiriquement. Ils montrent que les coûts de détresse financière sont faibles pour les entreprises peu endettées et augmentent avec leur niveau d'endettement.

Le taux d'endettement est mesuré par le quotient de la dette à long terme sur les capitaux propres :

$$\text{Taux d'endettement} = \text{TDETTE}_{it-1} = \frac{\text{Dette à long terme}_{it-1}}{\text{Capitaux propres}_{it}}$$

La dette à long terme (Stock Guide # 99) comprend l'ensemble des dettes dont l'échéance est supérieure à un an. Elle regroupe les emprunts obligataires, les obligations liées aux contrats de location-acquisition, et tous les autres emprunts dont l'échéance est à plus d'un an. Les actions privilégiées rachetables sont aussi traitées comme dettes à long terme, ainsi que les intérêts courus des dettes convertibles et les dettes à long terme des filiales consolidées. Les capitaux propres (Stock Guide # 108) comprennent la valeur comptable des actions ordinaires, les actions privilégiées autres que rachetables, les dettes convertibles en actions, les bénéfices non distribués, les surplus d'apport, les réserves et les ajustements pour devises étrangères.

Empiriquement, la première hypothèse alternative s'énonce :

$H_{a1}$  : La réalisation d'une cession-bail est positivement associée au taux d'endettement ( $\text{TDETTE}_{it-1}$ ) du vendeur-preneur.

### 3.2.2.2 Hypothèse des opportunités de croissance

La seconde hypothèse ( $H_{a2}$ ) prédit que l'avantage de réaliser une cession-bail est positivement associée aux opportunités de croissance du vendeur-preneur. Les opportunités de croissance d'une entreprise ne sont pas directement observables, mais leur valeur est estimable par une variable indirecte. Conformément à plusieurs études<sup>15</sup>, la valeur des opportunités de croissance du vendeur-preneur est estimée par le ratio de la valeur de marché des actifs sur leur valeur comptable :

---

<sup>15</sup> Par exemple : Barclay et al. (2006), Flannery et Rangan (2006), Bates (2005), Elyasiani et al. (2002), Goyal et al. (2002), Graham (1998), Barclay et Smith (1996a et 1996b).

$$\text{Valeur de marché / valeur comptable} = \text{VMVC}_{it-1} = \frac{\text{Valeur de marché des actifs}_{it-1}}{\text{Valeur comptable des actifs}_{it-1}}$$

La valeur de marché des actifs est mesurée par le montant aux livres du total des actifs diminué de celui des capitaux propres auquel est ajouté la valeur de marché des capitaux propres (Barclay et Smith, 1995a; Barclay et Smith, 1995b; Barclay *et al.*, 2006; Flannery et Rangan, 2006). La valeur comptable des actifs est mesurée par le montant du total des actifs.

Pour éviter des problèmes liés à la mesure, des montants par action sont utilisés : le montant du total des actifs par action (Stock Guide # 122), le montant des capitaux propres par action (Stock Guide # 123) et le prix de clôture de l'action du dernier jour de l'année fiscale (Stock Guide 137). Le montant du total des actifs par action est obtenu en divisant le total des actifs (Stock Guide # 94) par le nombre d'actions en circulation à la fin de l'exercice fiscal (Stock Guide # 79). Le nombre d'actions utilisé est celui de toutes les classes d'actions ordinaires en circulation à la fin de l'année fiscale. Les actions détenues en trésorerie ou par des filiales sont exclues. Les nombres d'actions ordinaires des années antérieures sont ajustés des fractionnements d'actions, des dividendes en actions et des regroupements d'actions. Le montant des capitaux propres par action comprend le montant aux livres des actions ordinaires, les bénéfices non distribués, les surplus d'apport, les réserves et les ajustements pour devises étrangères; les actions privilégiées et les dettes convertibles en actions ne sont pas prises en compte.

Empiriquement, la seconde hypothèse alternative s'énonce :

$H_{a2}$  : La réalisation d'une cession-bail est positivement associée au ratio de la valeur marchande des actifs du vendeur-preneur sur leur valeur comptable ( $\text{VMVC}_{it-1}$ ).

### 3.2.2.3 Hypothèse des liquidités disponibles

La troisième hypothèse ( $H_{a3}$ ) prédit que l'avantage de réaliser une cession-bail est négativement associé au niveau des liquidités dont dispose le vendeur-preneur. Le niveau des liquidités disponibles peut être estimé par le ratio de liquidité du vendeur-preneur correspondant au quotient de ses actifs à court terme, sans les stocks constituant plutôt un actif (stock outil) devant être financé à long terme, sur ses dettes à court terme :

$$\text{Ratio de liquidité} = \mathbf{RLIQ}_{it-1} = \frac{\text{Actifs à court terme}_{it-1}}{\text{Dettes à court terme}_{it-1}}$$

Les actifs à court terme comprennent la trésorerie (Stock Guide # 84), les comptes clients (Stock Guide # 85) et l'ensemble des titres de placement encaissables à court terme (Stock Guide 87); les dettes à court terme comprennent la dette bancaire (Stock Guide # 95), les dettes d'exploitation (Stock Guide # 96) et la partie à moins d'un an de la dette à long terme (Stock Guide 97).

Empiriquement, la troisième hypothèse alternative s'énonce :

$H_{a3}$  : La réalisation d'une cession-bail est négativement associée au ratio de liquidité ( $RLIQ_{it-1}$ ) du vendeur-preneur.

#### 3.2.2.4 Hypothèse du risque d'exploitation

La quatrième hypothèse ( $H_{a4}$ ) prédit que l'avantage de réaliser une cession-bail est positivement associé au niveau du risque d'exploitation du vendeur-preneur. Le niveau du risque d'exploitation du vendeur-preneur dépend du caractère cyclique de son activité et du niveau de son levier opérationnel, mais aucun de ces facteurs explicatifs n'est estimable. D'une part, la mesure du caractère cyclique de l'activité d'une entreprise nécessiterait des observations sur plusieurs années, couvrant plusieurs cycles; cette information n'est pas disponible pour une partie importante des entreprises de l'échantillon, pour lesquelles seules des données de 1999 à 2005 sont publiées. D'autre part, le levier opérationnel d'une entreprise ne peut pas être estimé car aucune information nécessaire à son estimation n'est systématiquement publiée.

Cependant, le risque d'exploitation d'un vendeur-preneur peut être estimé à partir du modèle de Sharpe (1964) et des résultats d'Hamada (1972).

Le modèle de Sharpe (1964) propose de mesurer le risque systématique d'un titre par son bêta. Le bêta correspond au quotient de la covariance entre les rendements du titre « i » et celui du portefeuille du marché, sur la variance du portefeuille de marché (Sharpe, 1964). Le

risque systématique du vendeur-preneur est donc estimé par son bêta, calculé de la manière suivante :

$$\mathbf{BETA}_{it-1} = \frac{\text{Covariance des rendements (titre, marché)}_{it-1}}{\text{Variance du rendement du marché}_{it-1}}$$

Pour chaque année « t », les covariances et variances sont calculées avec les données de clôture des vendredis des 52 semaines de l'année, suivant la méthodologie suivante.

Les rendements des titres sont calculés sur une base hebdomadaire, avec les prix des actions ordinaires, ajustés en fonction des opérations sur le capital. Les prix ajustés des actions ordinaires sont extraits de la base de données Datastream (PA). Le rendement hebdomadaire d'un titre « i » pour la semaine « s » ( $R_{is}$ ) est obtenu par le ratio de son prix ajusté du vendredi de la semaine « s » ( $PA_{is}$ ) sur son prix ajusté de la fin de la semaine précédente ( $PA_{is-1}$ ), moins 1 :

$$R_{is} = \frac{PA_{is}}{PA_{is-1}} - 1$$

Pour chaque titre « i », 52 rendements hebdomadaires sont calculés par année. Pour une année, le rendement hebdomadaire moyen d'un titre ( $\overline{R_i}$ ) correspond à la moyenne de ses 52 rendements hebdomadaires :

$$\overline{R_i} = \frac{1}{52} \sum_{s=1}^{s=52} R_{is}$$

Les rendements du marché sont estimés avec l'indice S&P TSX de la bourse de Toronto. Le rendement hebdomadaire de la bourse de Toronto pour la semaine « s » ( $RB_s$ ) est obtenu par le ratio de l'indice S&P TSX d'une semaine « s » ( $I_s$ ) sur celui de la semaine précédente ( $I_{s-1}$ ), moins 1 :

$$RB_s = \frac{I_s}{I_{s-1}} - 1$$

Par année, 52 rendements hebdomadaires sont calculés. Pour une année, le rendement hebdomadaire moyen de la bourse de Toronto ( $\overline{RB}$ ) correspond à la moyenne de ses 52 rendements hebdomadaires :

$$\overline{RB} = \frac{1}{52} \sum_{s=1}^{s=52} RB_s$$

La covariance entre les rendements hebdomadaires d'un titre i et les rendements hebdomadaires de la bourse de Toronto est calculée de la manière suivante :

$$\text{Covariance}(R_{is}, RB_s) = \frac{1}{52} \sum_{s=1}^{s=52} (R_{is} - \overline{R_i})(RB_s - \overline{RB})$$

La variance des rendements hebdomadaires de la bourse de Toronto est calculée de la manière suivante :

$$\text{Variance}(RB_s) = \frac{1}{52} \sum_{s=1}^{s=52} (RB_s - \overline{RB})^2$$

Pour rester synchronisé avec les autres données bilanciellles, de fin d'exercice, le bêta de l'entreprise « i » retenu pour un exercice « t-1 » est celui du dernier vendredi de cet exercice, correspondant au vendredi de la 52<sup>ème</sup> semaine de cet exercice :

$$\mathbf{BETA}_{it-1} = \frac{\text{Covariance}(R_{i52t-1}, RB_{52t-1})}{\text{Variance}(RB_{52t-1})}$$

Si le bêta d'une entreprise dépend de son risque d'exploitation, il est aussi positivement influencé par son taux d'endettement (Hamada, 1972). Pour éliminer cette influence, les bêta

sont modifiés selon la formule développée par Hamada (1972) (cité dans Damodaran, 2001, p. 204), où le taux d'endettement est le ratio des dettes à long terme sur les capitaux propres et correspond à la variable  $TDETTE_{it-1}$  :

$$BETAm_{it-1} = BETA_{it-1} * \frac{1}{1 + TDETTE_{it-1}}$$

Empiriquement, la quatrième hypothèse alternative s'énonce :

$H_{a4}$  : La réalisation d'une cession-bail est positivement associée au bêta ( $BETAm_{it-1}$ ) du vendeur-preneur.

### 3.2.2.5 Hypothèse de la fiscalité

La cinquième hypothèse ( $H_{a5}$ ) prédit que l'avantage de réaliser une cession-bail est négativement associée au niveau d'imposition du vendeur-preneur. En effet, les entreprises ayant un faible niveau d'imposition peuvent bénéficier d'un avantage fiscal en recourant à la location (Lewellen *et al.*, 1976; Miller et Upton, 1976; Myers *et al.*, 1976), tel que documenté par la littérature relative à la location (Graham *et al.* 1998; Kang et Long 2001; Duke *et al.* 2002), la littérature relative aux cessions-bail (Alvayay *et al.*, 1995; Moyer et Krishnan, 1995; Ezzell et Vora 2001; Fisher 2004), et les résultats de Shanker (1997). Bien que restrictif à l'égard de cette hypothèse, le cadre fiscal canadien comporte des exceptions qui ne l'invalident pas *a priori*.

Pour tester cette hypothèse, le niveau d'imposition d'une entreprise est estimé selon le principe suivant.

D'abord, un taux d'imposition effectif préliminaire (TIE) est estimé par le rapport entre la charge d'impôt apparaissant à l'état des résultats (IO) et le bénéfice avant impôt (BAI) :

$$TIE_{it-1} = \frac{IO_{it-1}}{BAI_{it-1}}$$

Puis, avec ces taux d'imposition effectifs préliminaires, un taux d'imposition effectif moyen (TIEM) est calculé, pour l'ensemble de l'échantillon :

$$TIEM = \frac{1}{1722} \sum_{i=1}^{i=287} \sum_{t=2000}^{t=2005} TIE_{it} - 1$$

Enfin, le niveau d'imposition est estimé par une variable dichotomique ( $Nidicho_{it-1}$ ) qui prend la valeur 1 (niveau d'imposition élevé) lorsque le taux d'imposition effectif ( $TIE_{it-1}$ ) est supérieur au taux d'imposition effectif moyen (TIEM); elle prend la valeur 0 (niveau d'imposition faible) dans le cas contraire :

$$Nidicho_{it-1} = 1 \text{ marque un fort niveau d'imposition}$$

Empiriquement, la cinquième hypothèse alternative s'énonce :

$H_{a5}$  : La réalisation d'une cession-bail est négativement associée au niveau d'imposition ( $Nidicho_{it-1}$ ) du vendeur-preneur.

### 3.2.2.6 Variables de contrôle

Suivant les conclusions de Harris et Raviv (1991) et conformément à plusieurs études empiriques la taille de l'entreprise et le ratio du montant des immobilisations rapporté à celui du total des actifs sont incorporés au modèle.

Harris et Raviv (1991) présentent un ensemble de résultats d'études empiriques relatifs aux déterminants de la structure de capital des entreprises, où la taille de l'entreprise et le ratio des immobilisations semblent avoir une influence sur la structure de capital de l'entreprise, donc sur ses choix en matière de mode de financement. Par contre, aucune théorie ne permet d'interpréter ces résultats.

Pour ce qui concerne la taille des entreprises, il apparaît qu'elle est positivement ou négativement associée à leurs niveaux d'endettement (Harris et Raviv, 1991). Les résultats ne sont pas statistiquement significatifs, et aucune théorie n'est proposée pour expliquer ces

résultats contradictoires. À priori, parce que ces résultats sont contradictoires et non significatifs, la taille ne semble donc pas une variable de contrôle pertinente à introduire dans le modèle. Cependant, plusieurs études empiriques introduisent cette variable dans leur modèle, qu'il s'agisse d'expliquer : la structure d'échéance de la dette (Barclay et Smith, 1995a), la structure de garantie de la dette (Barclay et Smith, 1995b), la politique financière de l'entreprise (Graham *et al.*, 1998) ou la capacité d'endettement liée aux options de croissance (Barclay *et al.*, 2006). Dans ces modèles, la variable qui mesure la taille de l'entreprise obtient un coefficient statistiquement significatif.

Une cession-bail représentant le choix de recourir à un endettement fortement garanti, conformément aux résultats de Barclay et Smith (1995b), un coefficient négatif pourrait être associé à la taille du vendeur-preneur. Par contre, cette transaction représentant le choix de recourir à un endettement à long terme, conformément aux résultats de Barclay et Smith (1995a), un coefficient positif pourrait être associé à la taille du vendeur-preneur. Une cession-bail traduisant le double choix de recourir à un mode de financement fortement garanti et à long terme, il n'est donc pas possible d'envisager à priori le signe qui pourrait être associé à cette variable de contrôle.

Conformément à plusieurs études empiriques, la taille du vendeur-preneur est mesurée par le logarithme naturel de sa valeur de marché (Harris et Raviv, 1991; Barclay et Smith, 1995a; Barclay et Smith, 1995b; Barclay *et al.*, 2006) :

**LOGVM<sub>it-1</sub>** = logarithme naturel de la valeur de marché du vendeur-preneur.

La valeur de marché du vendeur-preneur correspond à la valeur marchande de ses actions ordinaires, elle est obtenue par le produit entre le prix de l'action en fin d'année fiscale (Stock Guide # 137) et le nombre d'actions en circulation en fin d'année fiscale (Stock Guide # 79).

Pour ce qui concerne le ratio des actifs immobilisés, alors qu'il est utilisé pour estimer le niveau de tangibilité des actifs ou leur valeur de liquidation, il est positivement et significativement associé au niveau d'endettement des entreprises (Harris et Raviv, 1991). Il apparaît donc que plus les entreprises ont une valeur de liquidation élevée, plus elles sont



endettées. Ainsi, le ratio des actifs immobilisés semble avoir une influence sur la structure de financement d'une entreprise et ses choix de mode de financement.

En tant qu'expression du choix d'un mode de financement s'apparentant à une forme d'endettement, une cession-bail est donc susceptible d'être influencée par ce ratio; par contre, la nature de cette influence reste ambiguë. Pour réaliser une cession-bail, le vendeur-preneur doit posséder des actifs tangibles susceptibles de faire l'objet d'une cession; les cessions-bail pourraient donc plutôt être réalisées par des entreprises dont le ratio des actifs immobilisés est élevé. Cependant, un vendeur-preneur pourrait trouver avantageux de vendre un actif fortement amorti, voire totalement amorti, dont la valeur comptable est nulle, alors que sa valeur de marché est élevée. Dans ces circonstances, l'actif cédé n'avait aucun impact sur le ratio des actifs immobilisés du vendeur-preneur, calculé avant la transaction. Ainsi, certaines cessions-bail pourraient être avantageusement réalisées par des entreprises dont le ratio d'actif immobilisé est faible. Aucune théorie, ni aucun résultat empirique ne permet donc d'envisager le signe du coefficient qui sera associé au ratio des actifs immobilisés.

Le ratio des actifs immobilisés est obtenu par le rapport entre le montant net des immobilisations et celui du total des actifs (Harris et Raviv, 1991; Barclay, Smith *et al.*, 2006) :

$$\text{RIMMO}_{it-1} = \frac{\text{Immobilisations nettes}_{it-1}}{\text{Total actif}_{it}}$$

Les immobilisations nettes (Stock Guide # 89) comprennent les terrains, les immeubles, les équipements de production et de bureau, mais aussi les améliorations locatives et les actifs objets de contrats de location-acquisition qui ne constituent pas des actifs directement cessibles. Pour estimer le poids de ces actifs dans la valeur totale des immobilisations nettes, tous les états financiers de 2005 des entreprises de l'échantillon ont été examinés et la valeur nette des améliorations locatives et des actifs en location-acquisition a été collectée. Ces actifs nets non cessibles représentent en moyenne moins de 10% de l'ensemble des immobilisations nettes, et n'en représentent jamais la valeur totale; leur faible valeur relative n'est donc pas matérielle et susceptible d'avoir un impact sur le coefficient associé à cette variable. Le total des actifs est fourni par Stock Guide (# 94).

### 3.3 Collecte des données

Les données sont collectées dans trois bases de données : Sedar, Stock Guide et Datastream. La variable dépendante est collectée par la lecture des rapports annuels ou des états financiers des 287 entreprises de l'échantillon, disponibles dans Sedar pour les exercices de 2000 à 2005. Le tout représente 1722 observations (entreprises-années).

#### 3.3.1 Variable dépendante

Collecter les données relatives à la variable dépendante  $CB_{it}$  consiste à distinguer, pour les 1722 observations, celles avec cession(s)-bail de celles sans cession-bail.

Au Canada, aucun principe comptable ne contraint, de façon spécifique, les entreprises à divulguer dans leur rapport annuel ou leurs états financiers, de l'information relative aux cessions-bail réalisées pendant un exercice comptable. Dans ce contexte, l'examen de ces rapports, pour les 1722 observations, ne permettra pas de pouvoir identifier d'une manière exhaustive, tous les exercices où une (des) cession(s)-bail a (ont) été réalisée(s). Par contre, l'examen de ces rapports permet d'identifier ceux où une (des) cession(s)-bail est (sont) divulguée(s). En conséquence, une cession-bail peut avoir eu lieu au cours d'un exercice et ne pas avoir été divulguée ou mentionnée dans les états financiers relatifs à cet exercice. Si la possibilité d'une telle situation constitue une limite de cette recherche, on peut considérer qu'elle reste peu probable pour les raisons déjà proposées, et parce que toutes les entreprises de l'échantillon sont ouvertes et ont fait l'objet d'états financiers vérifiés.

Pour classer chacune des observations ( $CB_{it}$ ), la version « pdf » des 1722 rapports annuels ou états financiers associés aux observations a été examinée, à partir de la base de données Sedar. Pour repérer des cessions-bail, l'expression « Leaseback OR lease back OR leased back » (le trait d'union étant neutre, lease-back est donc équivalent à lease back) a été recherchée.

Sur un total de 1722 documents annuels, un ensemble de 83 documents contenant l'un des mots de l'expression testée a été identifié. Ces documents correspondent à 83 exercices comptables pendant lesquels une (ou plusieurs) cession(s)-bail a (ont) été réalisée(s), et ce par 50 entreprises parmi les 287 de l'échantillon.

### 3.3.2 Variables indépendantes

Les données relatives aux variables indépendantes sont collectées à partir de plusieurs sources présentées dans le tableau 3.2.

Le taux d'endettement ( $TDETTE_{it-1}$ ), le ratio de la valeur de marché des actifs sur leur valeur comptable ( $VMVC_{it-1}$ ), le niveau d'imposition ( $NIdicho_{it-1}$ ), le logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres ( $LOGMV_{it-1}$ ), le ratio des actifs immobilisés ( $RIMMO_{it-1}$ ) sont calculés directement à partir des informations collectées dans la base de données Stock Guide.

Pour la majorité des entreprises (274 / 287), le ratio de liquidité ( $RLIQ_{it-1}$ ) utilisé est celui fourni par la base de données Stock Guide; pour 13 entreprises, la base de données ne fournit pas ce ratio pour toutes les années de la période 1999-2005. Pour ces 13 entreprises, la base de données fournit les éléments d'actif à court terme nécessaires au calcul du ratio (encaisse, comptes à recevoir, titres de placement encaissables à court terme), mais pas les éléments de passif à court terme (emprunts bancaires, dettes d'exploitation et partie à moins d'un an des dettes à long terme). Ces derniers éléments sont collectés manuellement à partir des états financiers publiés dans Sedar pour les six exercices des 13 entreprises. Ainsi, pour ces 78 observations, le ratio de liquidité est calculé à partir des informations de Stock Guide pour les éléments d'actif et avec les données collectées manuellement pour les éléments de passif.

Tableau 3.2  
Sources des données collectées

Variables <sub>it-1</sub>	Composantes <sub>it-1</sub>	Sources des données
TDETTE	Dettes à long terme Capitaux propres	Stock Guide # 99 Stock Guide # 108
VMVC	Nombre d'actions en fin d'exercice Total actif Total actif par action Capitaux propres par action Valeur de marché de l'action	Stock Guide # 79 Stock Guide # 94 Stock Guide # 122 Stock Guide # 123 Stock Guide # 137
RLIQ	Trésorerie Comptes clients Titres négociables Emprunts bancaires Dettes d'exploitation Partie à moins d'un an des dettes	Stock Guide # 84 Stock Guide # 85 Stock Guide # 87 Stock Guide # 95 ou Sedar Stock Guide # 96 ou Sedar Stock Guide # 97 ou Sedar
BETAm <sub>od</sub>	Prix ajustés des titres Indice de marché	Datastream TSX.com
Nldicho	Charge d'impôt sur le bénéfice Résultat avant impôt sur le bénéfice	Stock Guide # 72 Stock Guide # 71
LOGVM	Nombre d'actions en circulation Prix de l'action en fin d'année	Stock Guide # 79 Stock Guide # 137
RIMMO	Actifs immobilisés Total actif	Stock Guide # 89 Stock Guide # 94

TDETTE = dettes à long terme / capitaux propres

VMVC = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

RLIQ = actifs à court terme / dettes à court terme

BETAm<sub>od</sub> = (covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 + TDETTE)

Nldicho = 1 lorsque le taux d'impôt effectif > taux d'imposition effectif moyen

LOGVM = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

RIMMO = IMMOBILISATIONS NETTES / TOTAL ACTIF

Stock Guide ne propose pas de bêta, ceux-ci sont calculés à partir du rendement des prix ajustés des titres des entreprises de l'échantillon et du rendement de l'indice S&P TSX de la bourse de Toronto. La collecte des prix ajustés est faite à partir de la base de données Datastream, celle de la valeur de l'indice de marché à partir du site Internet de la bourse Toronto ([www.tsx.com](http://www.tsx.com)). Des données hebdomadaires (prix de clôture et indices des vendredis) sont collectées de manière à obtenir 52 observations par exercice pour les exercices de la période 1999-2004. Les rendements des titres et ceux du marché sont calculés sur une base hebdomadaire. Les covariances des rendements (titres, marché) et les variances

des rendements du marché sont calculées sur une base annuelle, à partir de 52 observations hebdomadaires. Le bêta du dernier vendredi d'un exercice fiscal est retenu comme celui de l'année.

### 3.4 Description de l'échantillon

L'échantillon est décrit à travers les statistiques descriptives de la variable dépendante et des variables explicatives, ainsi que la matrice de corrélation des variables.

#### 3.4.1 Statistiques descriptives de la variable dépendante

Sur 287 entreprises appartenant à l'échantillon, 50 ont divulgué dans leurs états financiers ou leurs rapports annuels, au moins une cession-bail réalisée entre 2000 et 2005, et 237 n'ont divulgué aucune transaction pendant cette période. Les 50 premières entreprises représentent 300 exercices financiers (observations), dont 83 sont avec cession(s)-bail et 217 sans cession-bail; les 237 entreprises suivantes représentent 1422 exercices financiers (observations) sans cession-bail.

Aucune distinction n'est faite entre les situations où une seule cession-bail est faite au cours d'un exercice, et les situations où plusieurs cessions-bail sont faites au cours d'un exercice; dans les deux cas de figure, il s'agit d'un exercice avec cession-bail.

Correspondant à une observation, la variable dépendante ( $CB_{it}$ ) est codifiée de la manière suivante (tableau 3.3) : elle prend la valeur 1 lorsqu'une (ou plusieurs) cession-bail est effectuée par l'entreprise « i » au cours de l'exercice « t »; sinon elle prend la valeur 0.

Tableau 3.3  
Codification de la variable dépendante

Entreprises observées	Entreprises (i)	Observations (it)		
		Total	Avec CB	Sans CB
Entreprises avec cessions-bail	50	300	83	217
Entreprises sans cession-bail	237	1 422	0	1 422
Échantillon	287	1 772	83	1 639

En résumé (tableau 3.3), parmi les 1722 observations, 83 sont avec cessions-bail et 1639 sont sans cession-bail.

Le taux d'observations positives est de 4,68% correspondant à 83 observations positives sur un total de 1722, ce taux représente la moyenne de la variable dépendante, c'est aussi la probabilité empirique d'observer un exercice avec ce type de transaction dans l'échantillon de 1722 observations.

Concernant les 50 entreprises ayant réalisé des cessions-bail au cours de 83 exercices entre 2000 et 2005, certaines ont fait ce type de transaction au cours d'un seul exercice, d'autres au cours de plusieurs exercices. Par exemple, 35 entreprises ont fait une (ou plusieurs) cession(s)-bail lors d'un seul exercice, alors qu'une entreprise en a fait plusieurs au cours des six exercices. Le tableau 3.4 présente la répartition des 50 entreprises, en fonction du nombre d'exercices où elles ont fait des cessions-bail entre 2000 et 2005.

Tableau 3.4  
Répartition des entreprises avec cessions-bail  
en fonction du nombre d'observations positives

Nombre d'exercices avec cessions-bail	Entreprises	Observations	Cumuls
1	35	35	35
2	6	12	47
3	5	15	62
4	0	0	62
5	3	15	77
6	1	6	83
Total	50	83	

Les entreprises à observations positives multiples, comportant 5 ou 6 exercices avec cessions-bail, représentent 8% de l'effectif des entreprises avec cessions-bail (4/50), mais 25,3% des observations positives (21/83); elles pourraient avoir une influence sur les résultats. Un test de sensibilité sera fait pour apprécier cette influence.

### 3.4.2 Statistiques descriptives des variables explicatives

Le tableau 3.5 présente un ensemble de statistiques descriptives relatives aux variables indépendantes caractéristiques de l'échantillon.

Tableau 3.5  
Statistiques descriptives des variables indépendantes

Variables	Minimum	Médiane	Maximum	Moyenne	Écart type
TDETTE	-24,35	0,22	34,81	0,52	1,78
VMVC	0,13	1,31	32,70	1,90	2,33
RLIQ	0,02	1,09	129	2,14	4,90
BETAmod	-6,94	0,30	4,79	0,48	0,73
NIdicho	0	1	1	0,60	0,49
LOGVM	6,17	11,76	19,12	12,06	2,05
RIMMO	0	0,30	0,94	0,33	0,23

287 entreprises, 6 années, 1722 observations

TDETTE = dettes à long terme / capitaux propres

VMVC = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

RLIQ = actifs à court terme / dettes à court terme

BETAmod = (covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 + TDETTE)

NIdicho = 1 lorsque le taux d'impôt effectif > taux d'imposition effectif moyen

LOGVM = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

RIMMO = immobilisations nettes / total actif

Le taux d'endettement (TDETTE) médian est de 0,22 et le taux moyen est de 0,52.

Dans l'échantillon, 25 observations ont des taux d'endettement négatifs qui sont compris entre -24,35 et -0,08, correspondant à des situations de capitaux propres négatifs. Ces situations résultent de bénéfices non distribués débiteurs (pertes cumulées) dont la valeur est supérieure à celle des autres éléments constituant le capital (actions ordinaires, actions privilégiées autres que rachetables, dettes convertibles en actions, surplus d'apport, réserves). Ces pertes cumulées traduisent une activité économique risquée et devenue non rentable, à laquelle des coûts de détresse financière importants sont susceptibles d'être associés. En termes d'endettement, la valeur comptable de l'ensemble des dettes de ces entreprises est devenue supérieure à la valeur comptable de l'ensemble de leurs actifs, elles

sont donc fortement endettées, ce que ne traduisent leurs taux d'endettement négatifs qui les classent comme moins endettées que les autres entreprises dont les taux d'endettement sont nuls.

Il est donc nécessaire de reclasser les 25 observations de l'échantillon dont la situation nette est négative, et qui apparaissent comme les moins endettées de l'échantillon.

Le tableau 3.6 présente la liste des taux d'endettement négatifs, il montre que ces taux négatifs ne traduisent pas des situations homogènes au regard des coûts de détresse financière. Pour ces observations, les dettes à long terme représentent de 4,54% à 90,02% du total des actifs, soit des risques différents de devoir assumer des coûts de détresse financière. Toutes ces observations ne peuvent donc pas être reclassées d'une manière homogène. Elles ne peuvent non plus être éliminées, pour conserver un panel complet de données et ne pas ignorer leur influence sur les résultats.



Tableau 3.6  
Liste des taux d'endettement négatifs

Observations	TDETTE	<u>DETTES À LONG TERME</u> TOTAL DES ACTIFS
1062	-24,3590	0,3556
675	-23,5087	0,5813
674	-9,7629	0,4041
1561	-9,4885	0,5587
2250	-6,6140	0,7447
1447	-5,5849	0,2516
1021	-3,7757	0,6931
1022	-3,7160	0,7662
1562	-3,4471	0,5363
1566	-3,1482	0,5280
28	-3,1370	0,5238
614	-2,6069	0,2569
1280	-2,1901	0,3723
1023	-2,1181	0,8915
1563	-2,0965	0,6477
1024	-2,0774	0,9002
1565	-1,9794	0,6082
27	-1,8855	0,5820
1405	-1,6690	0,6755
613	-1,2664	0,4121
1281	-1,0746	0,3156
252	-1,0478	0,1691
91	-0,3941	0,0662
1564	-0,1415	0,0454
26	-0,0799	0,0480
Moyennes	-4,6868	0,4774

Pour classer ces 25 observations dont les taux d'endettement sont négatifs, et qui traduisent des risques de détresse financière différents, le ratio « dettes à long terme / total des actifs » est utilisé. Calculé pour les 1722 observations, ce ratio donne des valeurs qui s'échelonnent de 0 à 0,90, et permet de classer les 1722 observations de l'échantillon en fonction de leur capacité à rembourser leurs dettes à long terme à même la valeur de leurs actifs. Ce ratio n'a pas été utilisé comme mesure des coûts de détresse financière, pour l'ensemble des observations de l'échantillon; car deux entreprises, ayant les mêmes montants de dettes à long terme et les mêmes montants d'actifs, ont selon cette mesure les mêmes niveaux de coûts de détresse financière; alors que si l'une d'elles a plus de capitaux propres et moins de

dettes à court, elles encourt de plus faibles coûts de détresse financière, ce que traduira un ratio des dettes à long terme sur les capitaux propres moins élevé.

Les 25 observations, dont les taux d'endettement (TDETTE) sont négatifs, sont ainsi classées entre elles, et par rapport aux 1697 autres observations dont le taux d'endettement (TDETTE) est positif. Ce classement permet d'attribuer un taux d'endettement positif aux 25 observations « négatives », correspondant à la moyenne des taux d'endettement de l'observation inférieure et de l'observation supérieure.

Par exemple (tableau 3.7), l'observation # 1062, dont le taux d'endettement (TDETTE) négatif est de -24,3590, a un ratio « dettes à long terme / total des actifs » de 0,3556. Dans la liste des observations classées par ordre de croissance du ratio « dettes à long terme / total des actifs », l'observation précédente, dont le ratio « dettes à long terme / total des actifs » est de 0,3550, a un taux d'endettement (TDETTE) de 0,9013; l'observation suivante, dont le ratio « dettes à long terme / total des actifs » est de 0,3581, a un taux d'endettement de 0,9205. À l'observation # 1062, est attribué un taux d'endettement de 0,9109, correspondant à la moyenne des taux d'endettement de 0,9013 et 0,9205.

Tableau 3.7  
Exemple d'ajustement d'un taux d'endettement négatif

Observations	TDETTE	<u>DETTES À LONG TERME</u> TOTAL DES ACTIFS	TDETTE <sub>it-1</sub>
2005	0,9013	0,3550	0,9013
1062	-24,3590	0,3556	0,9109
346	0,9205	0,3581	0,9205

Ce changement a une influence à la hausse sur la valeur médiane des taux d'endettement et sur leur valeur moyenne (tableau 3.8).

Tableau 3.8  
Statistiques relatives au taux d'endettement ajusté

Variabes	Minimum	Médiane	Maximum	Moyenne	Écart type
TDETTE (1722 observations)	-24,36	0,22	34,81	0,52	1,78
TDETTE ajustés (1722 observations)	0	0,24	34,81	0,63	1,55

Pour estimer la sensibilité du modèle au reclassement des observations négatives, le modèle est aussi testé en conservant les taux négatifs. Les coefficients des variables conservent leurs signes et leurs niveaux de signification, le reclassement effectué n'affecte donc pas l'interprétation des résultats.

Les statistiques relatives à la variable suivante n'appellent pas de commentaires particuliers. La valeur de marché de l'actif rapportée à la valeur comptable (VMVC) médiane est de 1,31 et la valeur moyenne de 1,90, ce qui montre qu'en général le marché attribue un potentiel de croissance aux entreprises de l'échantillon (voir tableau 3.5).

Le ratio de liquidité (RLIQ) médian est de 1,09 et la valeur moyenne de 2,14, traduisant un équilibre recherché par les gestionnaires, d'actifs à court terme supérieurs aux passifs à court terme (voir tableau 3.5). Les six ratios les plus élevés atteignent par ordre de grandeur : 31,24; 32,24; 37,45; 62,55; 67,38 et 129,44. Ces six observations appartiennent à deux entreprises de l'échantillon. Pour tester la sensibilité du modèle à ces valeurs extrêmes, le modèle est testé sans ces deux entreprises. Tous les coefficients obtenus sont identiques pour leurs cinq premières décimales, ainsi que les valeurs des statistiques « z », ces valeurs extrêmes n'ont donc pas d'influence sur les résultats et leur interprétation.

Le bêta modifié (BETAmo) médian est de 0,30 et le moyen de 0,48, l'échantillon semble donc globalement moins risqué que l'ensemble des titres cotés au TSX de Toronto (voir tableau 3.5). Parmi les observations, 310 ont un bêta négatif indiquant que les fluctuations de valeur de leurs titres sont inversées comparativement à celles du marché. Pour ces titres,

lorsque le marché varie à la hausse, leurs valeurs varient à la baisse, et ce dans une moindre proportion lorsque leur bêta est compris entre 0 et -1, et dans une plus forte proportion lorsque leur bêta est inférieur à -1. Les entreprises dont le bêta est compris entre 0 et -1 sont donc moins risquées que celles dont le bêta est inférieur à -1.

Le niveau de risque d'un titre ne se traduit donc pas dans le signe de son bêta, mais à travers la valeur absolue de son bêta. Un titre est moins risqué lorsque la valeur absolue de son bêta est inférieure à 1, et il devient plus risqué lorsque cette valeur absolue dépasse et s'éloigne de 1. Par conséquent, pour les fins de l'analyse, les valeurs absolues des bêtas sont utilisées, la médiane atteint alors 0,35 et la moyenne 0,57 (tableau 3.9).

Tableau 3.9  
Statistiques relatives à la valeur absolue du bêta modifié

Variables	Minimum	Médiane	Maximum	Moyenne	Écart type
BETAMOD	0,00	0,35	6,94	0,57	0,67

Le niveau d'imposition effectif (NIdicho) est obtenu en plusieurs étapes, dont le résultat est synthétisé dans le tableau 3.10.

D'abord, quatre groupes d'observations sont formés. Le premier groupe le plus important (1135 observations) est constitué des observations correspondant à des exercices où les entreprises réalisent un bénéfice avant impôt, et constatent une charge d'impôt nulle ou positive. Le second groupe (71 observations) comprend les observations correspondant à des exercices où les entreprises réalisent un bénéfice avant impôt et constatent une économie d'impôt. Le troisième et le quatrième groupe comprennent les observations représentant les exercices où les entreprises font des pertes, le troisième (351 observations) réunit celles qui constatent une charge d'impôt nulle ou une économie d'impôt, le quatrième (165 observations) réunit celles qui constatent une charge d'impôt.

Puis, pour chacune des observations des deux premiers groupes, représentant l'ensemble des exercices bénéficiaires de l'échantillon, un taux d'imposition effectif est calculé, correspondant au ratio de la charge d'impôt ou de l'économie d'impôt sur le bénéfice avant

impôt. Pour le premier groupe, les ratios sont nuls ou positifs, pour le second ils sont négatifs. À partir de ces ratios, un taux d'imposition effectif moyen de 26,58% est obtenu.

Ensuite, un niveau d'imposition élevé (NIdicho = 1) est attribué aux observations dont le taux d'imposition effectif est supérieur à 26,58%, un niveau d'imposition faible (NIdicho = 0) est attribué aux autres. Dans le premier groupe rassemblant les observations ayant un bénéfice avant impôt et une charge d'impôt nulle ou positive, 870 observations ont un niveau d'imposition élevé (taux d'imposition effectif > 26,58%) et 265 observations ont un niveau d'imposition faible. Dans le second groupe les 71 observations ont un niveau d'imposition faible, puisque leur taux d'imposition effectif est négatif. Un faible niveau d'imposition est attribué aux 351 observations du troisième groupe, dans la mesure où elles représentent des exercices sans charge d'impôt. Enfin, un niveau d'imposition élevé est attribué aux 165 observations du quatrième groupe, car elles représentent des situations où malgré la réalisation d'une perte avant impôt, l'entreprise reste soumise à une charge d'impôt qui serait potentiellement d'autant plus importante advenant la réalisation d'un bénéfice.

Tableau 3.10  
Description synthétique des niveaux d'imposition

Résultat avant impôt	Impôt	Observations	Niveau d'imposition effectif
Bénéfice	Aucun ou Charge	1135	1 (870 observations) 0 (265 observations)
Bénéfice	Économie	71	0
Perte	Aucun ou Économie	351	0
Perte	Charge	165	1
		1722	1 (1035 observations) 0 (687 observations)

La médiane du niveau d'imposition (NIdicho) est de 1, indiquant que les entreprises sont le plus souvent fortement imposées, au dessus du taux moyen d'imposition, soit en moyenne, dans une proportion de 60% de leurs exercices, tel qu'indiqué par la moyenne de 0,60.

La médiane du logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres est de 11,76 et la moyenne de 12,06; le ratio d'immobilisations cessibles est toujours positif et compris entre 0 et 0,94, sa médiane est de 0,30 et sa moyenne de 0,33 (voir tableau 3.5). Ces valeurs n'appellent aucun commentaire.

### 3.4.3 Matrice de corrélation des variables explicatives

Le tableau 3.11 présente la matrice de corrélation (coefficients de Pearson) des variables. Même si plusieurs corrélations entre les variables explicatives sont significatives, leurs valeurs sont faibles (corrélation maximale de 0,2774) et peu susceptibles d'influencer les résultats par des effets de multi-colinéarité.

Les coefficients de corrélation significatifs de la variable dépendante avec les variables explicatives ne sont pas toujours des mêmes signes que ceux attendus au regard des hypothèses.

Suivant les attentes, la variable dépendante de réalisation de cessions-bail ( $CB_{it}$ ) est : positivement (0,1817) corrélée au taux d'endettement ( $TDETTE_{it-1}$ ), et négativement (-0,0601) corrélée au ratio de liquidité ( $RLIQ_{it-1}$ ), conformément aux hypothèses  $H_{a1}$  et  $H_{a3}$ .

Contrairement aux attentes, la variable dépendante est négativement (-0,0574) associée au ratio de la valeur de marché des actifs sur leur valeur comptable ( $VMVC_{it-1}$ ), alors que l'hypothèse  $H_{a2}$  prévoit le contraire.

Les autres coefficients de corrélation de la variable dépendante ne ressortent pas significatifs, Le coefficient de corrélation avec le bêta ( $BETA_{mod_{it-1}}$ ) est de 0,0006 et celui avec le niveau d'imposition effectif ( $NIdicho_{it-1}$ ) est de 0,0006.

Tableau 3.11  
Matrice de corrélation des variables (coefficients de Pearson)

Variables <sub>it-1</sub>	Signe Prévu	CB <sub>it</sub>	TDETTE <sub>it-1</sub>	VMVC <sub>it-1</sub>	RLIQ <sub>it-1</sub>	BETAmo <sub>it-1</sub>	NIdicho <sub>it-1</sub>	LOGVM <sub>it-1</sub>
TDETTE <sub>it-1</sub>	+	0,1817* (0,000)	1,0000					
VMVC <sub>it-1</sub>	+	-0,0574* (0,0172)	-0,0806* (0,0008)	1,0000				
RLIQ <sub>it-1</sub>	-	-0,0601* (0,0126)	-0,0966* (0,0001)	0,1943* (0,0000)	1,0000			
BETAmo <sub>it-1</sub>	+	0,0006 (0,9808)	-0,1867* (0,0000)	0,2469* (0,0000)	0,1965* (0,000)	1,0000		
NIdicho <sub>it-1</sub>	-	0,0006 (0,9793)	-0,0452 (0,0607)	-0,1384* (0,0000)	-0,1499* (0,0000)	-0,1401* (0,0000)	1,0000	
LOGVM <sub>it-1</sub>	Aucun	0,0781* (0,0012)	0,0564* (0,0192)	0,1350* (0,0000)	-0,0592* (0,0139)	0,0133 (0,5812)	0,1938* (0,0000)	1,0000
RIMMO <sub>it-1</sub>	Aucun	-0,0092 (0,7022)	0,0283 (0,2400)	-0,1663* (0,0000)	-0,2559* (0,0000)	-0,2774* (0,0000)	0,1343* (0,0000)	0,2418* (0,0000)

\* indique un niveau de signification à 5%; p-value entre parenthèses

287 entreprises, 6 années, 1722 observations

i = entreprise, t = année

CB<sub>it</sub> = 1 lorsque l'entreprise « i » a réalisé une (ou plusieurs) cessions-bail au cours de l'année « t »

TDETTE<sub>it-1</sub> = dettes à long terme / capitaux propres

VMVC<sub>it-1</sub> = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

RLIQ<sub>it-1</sub> = actifs à court terme / dettes à court terme

BETAmo<sub>it-1</sub> = |(covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 + TDETTE)|

NIdicho<sub>it-1</sub> = 1 lorsque le taux d'impôt effectif > taux d'imposition effectif moyen

LOGVM<sub>it-1</sub> = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

RIMMO<sub>it-1</sub> = immobilisations nettes / total actif

Contrairement aux prédictions de la théorie statique de la structure de capital, le coefficient de corrélation, du taux d'endettement ( $TDETTE_{it-1}$ ) avec le niveau d'imposition effectif ( $NIdicho_{it-1}$ ) est négatif (-0,0452), quoique non significatif (0,0607). Ce résultat peut s'expliquer par le fait que le taux d'endettement et le taux effectif d'imposition résultent de choix antérieurs de modes de financement : si une entreprise endettée bénéficie de l'avantage fiscal associé à la déductibilité fiscale des intérêts financiers, son taux effectif d'imposition devrait être inférieur à celui d'entreprises moins ou pas endettées : comme le rappellent Graham *et al.* (1998) « *la situation actuelle d'endettement et de location d'une entreprise sont le résultat cumulé d'un ensemble de décisions financières passées. Parce que la plupart des mesures d'un statut fiscal sont affectées par des décisions antérieures de financement, ces mesures peuvent induire des corrélations illusoire entre les mesures de l'endettement, du recours à la location et du statut fiscal*<sup>16</sup> » (Graham *et al.* 1998, p. 141). D'ailleurs, c'est entre le taux d'imposition marginal d'un exercice et la hausse du niveau d'endettement de l'exercice suivant qu'une association positive doit être attendue, et existe (Graham, 1996).

Le ratio de la valeur de marché des actifs sur leur valeur comptable est positivement corrélé au ratio de liquidité et au bêta, et négativement corrélé au niveau d'imposition. Ces corrélations positives peuvent s'expliquer par le fait que les entreprises bénéficiant de plus d'opportunités de croissance ont besoin de liquidités pour les exercer, et qu'elles encourent plus de risques liés à l'intangibilité de leurs opportunités et à leur réalisation. La corrélation négative avec le niveau d'imposition peut s'expliquer par le fait que les entreprises en croissance sont susceptibles de réaliser des pertes lors de certains exercices, pertes ayant une influence à la baisse sur leur niveau d'imposition.

Les autres coefficients n'appellent pas de commentaires particuliers.

### 3.5 Choix du modèle

Le choix du modèle est déterminé par les hypothèses formulées et par la nature des variables observées.

---

<sup>16</sup> Traduction de l'auteur.



L'avantage de réaliser une cession-bail pour le vendeur-preneur peut être modélisé par une variable  $y^*_{it}$ , représentant le différentiel entre le coût d'une cession-bail et celui d'une autre forme d'endettement. Le coût d'une cession-bail comprend un ensemble de coûts transactionnels et le coût d'emprunt représenté par le taux implicite au bail mis en place qui doivent être assumés par le vendeur-preneur. Le coût d'une autre forme d'endettement comprend aussi un ensemble de coûts transactionnels et un coût d'emprunt représenté par le taux d'intérêt demandé par les créanciers.

L'avantage de réaliser une cession-bail, s'exprime par :

$$y^*_{it} = \beta x_{it} + \varepsilon_{it}, i = 1, \dots, n, t = 1, \dots, T_i.$$

Chaque observation concerne une entreprise indicée  $i$  associée à un exercice indicé  $t$ .  $x_{it}$ ,  $\beta$  et  $\varepsilon_{it}$  représentent respectivement la valeur des variables explicatives observées et telles que proposées par les hypothèses, les coefficients associés à ces variables, à estimer, et le terme d'erreur. Si l'on suppose que  $\varepsilon_{it}$  a une moyenne nulle et suit une distribution normale centrée réduite de variance égale à un, l'avantage de réaliser une cession-bail peut ainsi être régressé sur l'ensemble des déterminants proposés par les hypothèses.

Cependant, empiriquement, l'avantage de réaliser une cession-bail ( $y^*_{it}$ ) ne peut pas être directement observé. En effet, il n'est ni possible de connaître le coût de réalisation d'une cession-bail faite par un vendeur-preneur, ni le coût d'un autre mode alternatif d'endettement dont il aurait pu bénéficier. Par contre, à la lecture des états financiers d'une compagnie ou de son rapport annuel, il est possible d'observer si une ou plusieurs cessions-bail sont mentionnées et donc réalisées au cours d'un exercice, ou bien si aucune transaction n'est mentionnée et n'a donc été réalisée. Autrement dit, il est possible d'observer si une entreprise ( $i$ ) est susceptible d'avoir bénéficié de l'avantage associé à une ou plusieurs cessions-bail au cours d'un exercice ( $t$ ). Dans ce contexte, une variable dépendante  $y_{it}$  peut être modélisée et prendre la valeur 1, lorsqu'une ou plusieurs transactions sont mentionnées dans les documents financiers de l'exercice ( $t$ ) de l'entreprise ( $i$ ), sinon prendre la valeur 0. Dans le premier cas les avantages associés à la transaction sont recherchés, pas dans le second.

Ce type de modèle structurel s'écrit :

$$y_{it} = \beta x_{it} + \varepsilon_{it}, i = 1, \dots, n, t = 1, \dots, T_i$$

$$y_{it} = 1 \text{ si } y^*_{it} > 0, \text{ et } 0 \text{ sinon.}$$

Dans ce type de modèle, la variable  $y^*_{it}$  (non observable) est remplacée par la variable dichotomique  $y_{it}$  (observable), et le modèle à estimer devient alors un modèle de probabilité, où la probabilité de réaliser une cession-bail [ $\text{prob}(y_{it} = 1)$ ] est équivalente à la probabilité que l'avantage d'une cession-bail soit un gain [ $\text{prob}(y^*_{it} > 0)$ ], et dépend de l'ensemble des déterminants de l'avantage de recourir à une cession-bail.

Comme le rappelle Hsiao (1986), les formes fonctionnelles de  $f$  les plus souvent utilisées dans les applications sont de la forme linéaire, probit ou logit. Cependant, la forme linéaire ne peut contraindre l'estimateur de l'espérance conditionnelle de  $Y$  à appartenir à l'intervalle  $[0,1]$ , seules les formes logit et probit sont donc pratiquement utilisables. Aucun critère ne permet à priori de choisir entre les formes logit ou probit qui devraient donner des résultats similaires. La forme probit est utilisée et la forme logit fait l'objet d'une analyse de sensibilité.

Selon la forme fonctionnelle probit, la probabilité qu'une cession-bail soit réalisée au cours d'un exercice s'exprime par :

$$\Pr(Y_{it} = 1 | x_{it}) = \int_{-\infty}^{x'_{it}\beta} \phi(t) dt = \Phi(x'_{it}\beta)$$

La fonction  $\Phi(\cdot)$  est une fonction normale, centrée réduite.

La probabilité qu'aucune cession-bail ne soit réalisée au cours d'un exercice s'exprime par :

$$\Pr(Y_{it} = 0 | x_{it}) = 1 - \Pr(Y_{it} = 1 | x_{it})$$

Si l'on suppose que la probabilité est «  $p$  » que la variable dépendante  $Y$  prenne la valeur 1 (réalisation d'une cession-bail), et que la probabilité est  $(1 - p)$  que  $Y$  prenne la valeur de 0,

alors la valeur espérée de  $Y$ ,  $E(Y) = 1 * p + 0 * (1 - p) = p$ , est la probabilité qu'une cession-bail ait lieu. Il est alors assumé que cette probabilité est fonction d'un vecteur de variables explicatives observées «  $X$  » et d'un vecteur de paramètres inconnus à estimer  $\beta$  (modèle homogène). Lorsque l'estimé de ces paramètres inconnus est significativement différent de 0, alors la variable est explicative.

Le modèle empirique doit incorporer les différentes variables observées (tableau 3.12), et tenir compte d'effets spécifiques aux entreprises non observables, pouvant avoir une influence sur la décision de recourir à une cession-bail. Par exemple, il peut s'agir du niveau de compétence des dirigeants, de leur connaissance des marchés financiers et des modes de financement, et donc de leur capacité à évaluer les coûts de différents modes de financement. Il peut aussi s'agir de la composition et de la structure des instances décisionnelles d'une entreprise susceptibles d'avoir une influence sur la qualité économique des décisions et leur alignement avec les intérêts des actionnaires. Ces effets spécifiques doivent être contrôlés par le modèle, ils peuvent être modélisés comme fixes ou aléatoires.

Tableau 3.12  
Nomenclature des variables observées du modèle empirique

$Y_{it}$	=	probabilité de réaliser une cession bail
$TDETTE_{it-1}$	=	taux d'endettement
$VMVC_{it-1}$	=	ratio de la valeur de marché des actifs sur leur valeur comptable
$RLIQ_{it-1}$	=	ratio de liquidité
$BETAmo_{it-1}$	=	bêta modifié (valeur absolue)
$NIdicho_{it-1}$	=	niveau d'impôt effectif (variable dichotomique)
$LOGVM_{it-1}$	=	logarithme de la valeur de marché des capitaux propres
$RIMMO_{it-1}$	=	ratio d'actifs cessibles
$it-1$	=	variable observée de l'entreprise $i$ pour l'année $t-1$

La modélisation d'effets fixes spécifiques aux entreprises est impossible à cause du problème des paramètres incidents et des données utilisées. Le problème des paramètres incidents ne permet pas d'estimer un modèle probit à effets fixes (Neyman et Scott, 1948);

de plus, pour beaucoup d'entreprises de l'échantillon (238), la variable dépendante ne varie pas au cours des années de la période d'observation (237 entreprises ne font aucune cession-bail et une entreprise fait des cessions-bail chaque année), sans variation de la variable dépendante les effets fixes de ces entreprises ne sont pas estimables.

Par contre, la prise en compte d'effets aléatoires spécifiques aux entreprises est possible, le modèle empirique avec la prise en compte d'effets aléatoires spécifiques aux entreprises est de la forme :

$$y_{it} = \alpha + \beta_1 TDETTE_{it-1} + \beta_2 VMVC_{it-1} + \beta_3 RLIQ_{it-1} + \beta_4 BETAmo_{it-1} + \beta_5 NIdicho_{it-1} + \beta_6 LOGVM_{it-1} + \beta_7 RIMMO_{it-1} + u_i + v_{it},$$

avec  $y_{it} = 1$  si  $y^*_{it} > 0$ , et 0 sinon.

Ce modèle suit les spécifications suivantes :  $u_i$  et  $v_{it}$  sont des variables aléatoires indépendantes avec :

$$E[v_{it} | X] = 0, \text{Cov}[v_{it}, v_{js} | X] = \text{Var}[v_{it} | X] = 1 \text{ si } i = j \text{ et } t = s, \text{ sinon } 0; E[u_i | X] = 0, \text{Cov}[u_i, u_j | X] = \text{Var}[u_i | X] = \sigma_u^2 \text{ si } i = j, \text{ sinon } 0; \text{ et } \text{Cov}[v_{it}, u_j | x] = 0 \text{ pour tout } i, t, j. \text{ Le paramètre}$$

$$\text{libre du modèle est } \sigma_u^2 = \rho/(1-\rho).$$

Le modèle est estimé par la méthode du maximum de vraisemblance où le logarithme du maximum de vraisemblance est calculé par application de la quadrature de Gauss Hermite à la fonction de log-vraisemblance.

En conséquence du choix du modèle, les hypothèses empiriques testées s'énoncent dorénavant : la probabilité de réaliser une cession-bail est : ( $H_{a1}$ ) positivement associée au taux d'endettement du vendeur-preneur; ( $H_{a2}$ ) positivement associée au ratio de la valeur marchande de ses actifs sur leur valeur comptable; ( $H_{a3}$ ) négativement associée à son ratio de liquidité; ( $H_{a4}$ ) positivement associée à la valeur absolue de son bêta modifié; ( $H_{a5}$ ) négativement associée à son niveau d'imposition.

## CHAPITRE IV

### ANALYSE DES RÉSULTATS

L'analyse univariée compare le groupe des entreprises qui ont effectué une ou plusieurs cessions-bail avec le groupe des entreprises qui n'ont effectué aucune cession-bail. L'analyse multivariée utilise un modèle probit avec prise en compte d'effets aléatoires spécifiques aux entreprises. Les analyses de sensibilité testent la robustesse des résultats.

#### 4.1 Analyse univariée

Le but de l'analyse univariée est de montrer l'existence de différences significatives entre le groupe des 50 entreprises qui ont effectué au moins une cession-bail pendant la période d'étude, comparativement au groupe de 237 entreprises qui n'ont effectué aucune cession-bail pendant cette période. Elle consiste à faire une comparaison (tests de Student) entre les moyennes des variables explicatives du groupe des entreprises avec cessions-bail et celles du groupe des entreprises sans cession-bail. Les résultats sont présentés dans le tableau 4.1.

Tableau 4.1  
Analyse comparative entre le groupe des entreprises avec cessions-bail  
et le groupe des entreprises sans cession-bail

Variables	Moyennes (test de Student)		Écarts	T	P > t P < t (unilateral)
	50 avec CB	237 sans CB			
TDETTE <sub>it-1</sub>	1,0165	0,5543	0,4622	2,7305	P > t = 0,0033***
VMVC <sub>it-1</sub>	1,4496	2,0011	-0,5515	-6,7952	P < t = 0,0000***
RLIQ <sub>it-1</sub>	1,0444	2,3696	-1,3252	-8,9866	P < t = 0,0000***
BETAmo <sub>it-1</sub>	0,6194	0,5593	0,0601	1,2718	P > t = 0,1021
NIdicho <sub>it-1</sub>	0,6467	0,5914	0,0552	1,8075	P > t = 0,0357*
LOGVM <sub>it-1</sub>	12,5067	11,9664	0,5403	3,6815	P > t = 0,0001***
RIMMO <sub>it-1</sub>	0,3115	0,3315	-0,0200	-1,5261	P < t = 0,0638*

\*\*\*, \*\*, \* indiquent respectivement des niveaux de signification à 1%, 5% ou 10%

287 entreprises dont 50 avec CB et 237 sans CB, 6 années, 1722 observations

TDETTE<sub>it-1</sub> = dettes à long terme / capitaux propres

VMVC<sub>it-1</sub> = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

RLIQ<sub>it-1</sub> = actifs à court terme / dettes à court terme

BETAmo<sub>it-1</sub> = |(covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 + TDETTE)|

NIdicho<sub>it-1</sub> = 1 lorsque le taux d'impôt effectif > taux d'imposition effectif moyen

LOGVM<sub>it-1</sub> = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

RIMMO<sub>it-1</sub> = immobilisations nettes / total actif

En termes d'endettement, de liquidité, d'opportunités de croissance, et de niveau d'imposition, les deux groupes semblent significativement différents.

Comparativement au groupe des entreprises sans cession-bail, le groupe des entreprises avec cessions-bail a un taux d'endettement (TDETTE<sub>it-1</sub>) moyen significativement ( $p = 0,0033$ ) plus haut (1,02 comparativement à 0,55) et un ratio de liquidité (RLIQ<sub>it-1</sub>) significativement ( $p = 0,0000$ ) plus faible (1,04 comparativement à 2,37). Ces résultats sont conformes aux hypothèses H<sub>a1</sub> et H<sub>a3</sub> qui prévoient respectivement que la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au taux d'endettement du vendeur-preneur et négativement associée à son ratio de liquidité.

Le groupe des entreprises avec cessions-bail a un ratio de la valeur marchande des actifs sur leur valeur comptable ( $VMVC_{it-1}$ ) moyen qui est significativement ( $p = 0,0000$ ) plus faible (1,45 comparativement à 2,00) que celui de l'autre groupe. Ce résultat est dans le sens opposé à celui de l'hypothèse  $H_{a2}$  qui prévoit que la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée ratio de la valeur marchande des actifs du vendeur-preneur sur leur valeur comptable.

Enfin, le groupe des entreprises avec cessions-bail a un niveau d'imposition significativement ( $p = 0,0357$ ) plus haut que l'autre groupe. Il voit en moyenne 64,67% de ses exercices imposés à un haut niveau, alors que le groupe des entreprises sans cession-bail n'en voit que 59,14% en moyenne. Ce résultat va dans le sens contraire de l'hypothèse  $H_{a5}$  qui prédit que la probabilité de réaliser une cession-bail est négativement associée au niveau d'imposition du vendeur-preneur.

Les deux groupes n'apparaissent pas significativement différents au regard de leur risque d'exploitation. Le groupe des entreprises avec cessions-bail a une valeur absolue des bêta ( $BETA_{mod, it-1}$ ) plus haute (0,62 comparativement à 0,56) que l'autre groupe. Cependant, cette différence, n'est pas significative ( $p = 0,1021$ ).

Une analyse de variance montre que les deux groupes ne sont pas significativement différents en termes de fiscalité, l'hypothèse nulle d'égalité des variances ne pouvant pas être rejetée; par contre, pour l'ensemble des autres variables, les deux groupes obtiennent des variances toujours significativement différentes.

Il apparaît aussi que le groupe d'entreprises avec cessions-bail est significativement (0,0001) de plus grande taille ( $LOGVM_{it-1}$  de 12,51 comparativement à 11,97) et qu'il dispose de moins d'actifs immobilisés ( $RIMMO_{it-1}$  de 0,31 comparativement à 0,33), par rapport au groupe d'entreprises sans cession-bail. Ce dernier résultat est faiblement significatif ( $p = 0,0638$ ).

En conclusion, le groupe des entreprises ayant réalisé des cessions-bail au cours de la période semble significativement différent de celui n'en ayant pas réalisé, en ce qui concerne son taux d'endettement moyen, son ratio de liquidité moyen, son ratio moyen de la valeur marchande des actifs sur leur valeur comptable et son niveau d'imposition moyen. Les entreprises du groupe avec cessions-bail semblent en moyenne moins fortes financièrement :

elles sont plus endettées et disposent de moins de liquidités pour couvrir leurs dettes à court terme. Aussi, elles semblent disposer de moins d'opportunités de croissance et être soumises à de plus forts taux d'imposition. Par contre, leur risque d'exploitation ne semble pas être différent de celui des entreprises sans cession-bail.

#### 4.2 Analyse multivariée

Le modèle utilisé est un modèle probit avec prise en compte d'effets aléatoires spécifiques aux entreprises, il est estimé par la méthode du maximum de vraisemblance (tableau 4.2). Le logarithme du maximum de vraisemblance du modèle contraint par les différentes variables indépendantes (-261,04) est significativement ( $\text{Wald } \chi^2(7) = 29,26$  et  $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0001$ ) supérieur à celui du modèle non contraint (-286,51), ce qui indique une probabilité nulle que les variables indépendantes du modèle, prises ensemble, n'aient pas d'influence sur la variable dépendante. De plus, la variable rho est significativement différente de 0, ce qui indique qu'un traitement « panéliste » des données est pertinent comparativement à un traitement homogène qui ignore les effets spécifiques aux entreprises.



Tableau 4.2  
Analyse multivariée, modèle probit  
avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises

Nombre d'observations					1722
Nombre de groupes					287
Observations par groupe					6
Wald chi2 (7)					29,26
Prob > chi2					0,0001
Logarithme du maximum de vraisemblance					-261,04
Test de rho = 0					0,000
Variable dépendante = $CB_{it} = 1$ si l'entreprise <sub>i</sub> a réalisé une ou plusieurs cession(s)-bail au cours de l'exercice <sub>t</sub>					
Variables	Coefficients	Z	P>  z		Signe attendu
$TDETTE_{it-1}$	0,0859	2,30	0,022	**	+
$VMVC_{it-1}$	-0,4547	-2,57	0,010	***	+
$RLIQ_{it-1}$	-0,5793	-3,26	0,001	***	-
$BETAmo_{it-1}$	0,2397	2,01	0,045	**	+
$Nidicho_{it-1}$	0,0212	0,13	0,900	ns	-
$LOGVM_{it-1}$	0,1398	2,71	0,007	***	Aucun
$RIMMO_{it-1}$	-0,9652	-2,00	0,045	**	Aucun
Cons	-2,6081	-4,13	0,000		

\*\*\*, \*\*, \* indiquent respectivement des niveaux de signification à 1%, 5% ou 10%

287 entreprises, 6 années, 1722 observations

83 observations  $CB_{it}$  positives, 1639 nulles

i = entreprises, t = année

$TDETTE_{it-1}$  = dettes à long terme / capitaux propres

$VMVC_{it-1}$  = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

$RLIQ_{it-1}$  = actifs à court terme / dettes à court terme

$BETAmo_{it-1}$  = |(covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 +  $TDETTE$ )|

$Nidicho_{it-1}$  = 1 lorsque le taux d'impôt effectif > taux d'imposition effectif moyen

$LOGVM_{it-1}$  = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

$RIMMO_{it-1}$  = immobilisations nettes / total actif

Les résultats significatifs sont dans le sens des hypothèses  $H_{a1}$ ,  $H_{a3}$  et  $H_{a4}$ ; par contre, ils sont dans le sens opposé de l'hypothèse  $H_{a2}$ . Les résultats relatifs à l'hypothèse fiscale  $H_{a5}$  ne sont pas significatifs.

Le coefficient de la variable  $TDETTE_{it-1}$  ( $\beta_1 = 0,0859$ ) est positif et significativement ( $p = 0,022$ ) différent de 0. Ce résultat est conforme à l'hypothèse  $H_{a1}$  qui propose que la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au taux d'endettement du vendeur-preneur. Il semble donc que l'avantage de réaliser une cession-bail soit positivement associé aux coûts de détresse financière du vendeur preneur. Ce résultat corrobore ceux des études empiriques relatives aux cessions-bail (Moyer et Krishnan, 1995; Ezzell et Vora, 2001; Fisher, 2004) qui montrent une association positive entre les rendements excédentaires des actions des vendeurs-preneurs estimés lors des annonces de cessions-bail, et l'espérance de leurs coûts de détresse mesurée par le ratio de couverture des intérêts (Ezzell et Vora, 2001). Ce résultat s'inscrit dans le cadre de la théorie de la structure statique de capital qui propose que l'endettement d'une entreprise accroît son risque de faillite et l'espérance des coûts qui y sont rattachés et qu'elle doit supporter. Une cession-bail, constituant un mode de financement fortement garanti et à long terme, semble donc diminuer les coûts d'insolvabilité et de faillite du vendeur-preneur. Autrement dit, les cessions-bail apparaissent surtout utilisées par les entreprises fortement endettées, subissant des coûts d'emprunt élevés.

Le coefficient de la variable  $VMVC_{it-1}$  ( $\beta_2 = -0,4547$ ) est négatif et significativement ( $p = 0,010$ ) différent de 0. Ce résultat ne va pas dans le sens de l'hypothèse  $H_{a2}$  qui prévoit que la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au ratio de la valeur marchande des actifs du vendeur-preneur sur leur valeur comptable. L'avantage de réaliser une cession-bail ne ressort pas positivement associé aux opportunités de croissance du vendeur-preneur; au contraire, il apparaît que les cessions-bail sont plutôt réalisées par des entreprises disposant de faibles opportunités de croissance. Les cessions-bail, mode de financement fortement garanti, ne semblent donc pas constituer un moyen de réduire les coûts de surinvestissement ou de sous-investissement associés au financement des opportunités de croissance, peut-être parce qu'il s'agit aussi d'un mode de financement à

long terme et que les entreprises qui disposent d'importantes opportunités de croissance se financent plutôt à court terme.

Le coefficient de la variable  $RLIQ_{it-1}$  ( $\beta_3 = -0,5793$ ) est négatif et significativement ( $p = 0,001$ ) différent de 0. Ce résultat est conforme à l'hypothèse  $H_{a3}$  suivant laquelle la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au ratio de liquidité du vendeur-preneur. L'avantage de réaliser une cession-bail apparaît donc négativement associé au niveau des liquidités du vendeur-preneur. Ces transactions semblent susceptibles d'être réalisées par des vendeurs-preneurs à court de liquidités, pour poursuivre leur activité et réduire leurs coûts de détresse financière, la poursuite de l'activité pouvant impliquer des investissements organisationnels. Par contre, il n'est pas envisageable qu'elles puissent être réalisées dans le but d'obtenir les liquidités nécessaires au financement d'opportunités de croissance du vendeur-preneur, dans la mesure où la probabilité de faire une cession-bail ressort négativement et significativement associée à ses opportunités de croissance.

Le coefficient de la variable  $BETA_{it-1}$  ( $\beta_4 = 0,2397$ ) est positif, et significativement ( $p = 0,045$ ) différent de 0. Ce résultat est conforme à l'hypothèse  $H_{a4}$  qui prévoit que la probabilité de réaliser une cession-bail est positivement associée au bêta modifié du vendeur-preneur. Ainsi, l'avantage de réaliser une cession-bail est positivement associé au risque d'exploitation du vendeur-preneur. Les cessions-bail pourraient donc être plutôt réalisées par des entreprises dont les revenus sont cycliques et dont le levier d'exploitation est élevé, lors de phases de récession.

Le coefficient de la variable  $Nldicho_{it-1}$  ( $\beta_5 = 0,0212$ ) est positif, mais non significativement ( $p = 0,900$ ) différent de 0. Ce résultat ne supporte pas l'hypothèse  $H_{a5}$ , selon laquelle, la probabilité de réaliser une cession-bail est négativement associée au niveau d'imposition du vendeur-preneur. L'avantage de réaliser une cession-bail ne semble donc pas associé au niveau d'imposition du vendeur-preneur. Ce résultat ne vient pas confirmer les résultats de la littérature (Alvayay *et al.*, 1995; Moyer et Krishnan, 1995; Shanker, 1997; Ezzell et Vora 2001; Fisher 2004) qui montrent que les entreprises faiblement imposées ont plus recours à la location. Il semblerait que la législation fiscale canadienne, malgré ses exceptions, ne permette pas à des locataires faiblement imposés, de louer de bailleur fortement imposés, et

de négociier, en contrepartie de l'avantage fiscal lié à la déductibilité des amortissements et intérêts financiers, des réductions de loyer.

Le coefficient associé à la variable  $\text{LOGVM}_{it-1}$  ( $\beta_6 = 0,1398$ ) est positif et significativement ( $p = 0,007$ ) différent de 0. Les entreprises qui réalisent des cessions-bail apparaissent de plus grande taille que les autres.

Le coefficient associé à la variable  $\text{RIMMO}_{it-1}$  ( $\beta_7 = -0,9652$ ) est négatif et significativement ( $p = 0,045$ ) différent de 0. Il semblerait donc que les entreprises qui réalisent des cessions-bail disposent de moins d'actifs immobilisés cessibles que celles qui n'en font pas.

En conclusion, la réalisation de cessions-bail apparaît déterminée par une situation financière du vendeur-preneur caractérisée par des coûts de détresse financière élevés et un faible niveau de liquidités. Ces résultats sont conformes à la théorie statique de la structure de capital et aux résultats de la littérature empirique relative aux cessions-bail.

Les cessions-bail semblent aussi réalisées par des entreprises encourant un risque d'exploitation élevé, caractérisé par des revenus cycliques et sensibles à la conjoncture associés à une structure de coûts plutôt fixes. Ce type d'entreprise pourrait affecter une partie de sa trésorerie à l'achat de ses actifs d'exploitation, en période d'expansion et de flux de trésorerie abondants, et céder ces actifs lors de période de récession et de réduction des flux de trésorerie.

Par contre contrairement aux attentes, ces transactions semblent plutôt réalisées par des entreprises ayant peu d'opportunités de croissance. Il pourrait s'agir d'entreprises ne disposant effectivement pas d'opportunités de croissance, soit parce que leur secteur d'activité est cyclique et se trouve dans une phase récessive, soit parce que leur secteur a atteint, voire dépassé, sa phase de maturité et amorce une phase de décroissance. Dans ces conditions, une cession-bail constituerait le moyen de financer à moindre coût, soit la poursuite d'une activité, en attendant le prochain cycle d'expansion, soit un processus de décroissance, voire de diversification. La réalisation de cessions-bail n'apparaît donc pas déterminée par le besoin de financer des opportunités de croissance.

Enfin, il n'apparaît pas exister de potentiels avantages fiscaux qui seraient associés aux cessions-bail, pour le moins au Canada.

### 4.3 Analyse de sensibilité

Les analyses de sensibilité ont pour objectif d'évaluer la force des résultats. Il s'agit d'observer si les résultats sont sensibles à certaines données, aux modalités de mesure de certaines variables, aux choix du modèle et de son mode d'estimation.

#### 4.3.1 Sensibilité à la fréquence des transactions

Le groupe des entreprises avec cessions-bail présente une forme d'hétérogénéité, au regard de la fréquence des transactions effectuées. On observe que le groupe des 50 entreprises qui ont réalisé des cessions-bail et qui représentent 83 observations positives, est constitué de deux sous-groupes : un premier sous-groupe d'entreprises qui réalisent régulièrement des cessions-bail (sur 5 ou 6 années de la période d'étude), et un second sous-groupe d'entreprises qui réalisent occasionnellement des cessions-bail (sur 1 à 3 années de la période d'étude). Le premier est constitué de quatre entreprises représentant 8% des entreprises avec cessions-bail (4/50) et 25,3% des observations positives (21/83); le second groupe est constitué de 46 entreprises représentant 92% des entreprises avec cessions-bail (46/50) et 74,7% des observations positives (62/83). Ce test de sensibilité a pour but de vérifier si le premier sous-groupe, de quatre entreprises (8% des entreprises avec cessions-bail, mais 25,3% des transactions), a une influence sur les résultats.

Le tableau 4.3 présente les résultats obtenus, alors que les quatre entreprises à cessions-bail multiples ont été retirées de l'échantillon. L'échantillon est alors constitué de 283 entreprises représentant 1698 observations, il contient 46 entreprises avec cessions-bail dont 62 observations sont positives.

Le tableau 4.3 montre que tous les coefficients, des variables explicatives, conservent les mêmes signes, et leurs niveaux de signification. Par contre, si les variables de contrôle conservent leurs signes, elles ne sont plus significatives.

Ces constations ne remettent pas en question les conclusions précédentes relatives aux résultats.

Tableau 4.3  
Analyse multivariée, modèle probit avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises,  
sans les entreprises avec cessions-bail multiples

Nombre d'observations					1698
Nombre de groupes					283
Observations par groupe					6
Wald chi2 (7)					23,84
Prob > chi2					0,0012
Estimation du logarithme du maximum de vraisemblance					-232,95
Test de rho = 0					0,000
Variable dépendante = $CB_{it} = 1$ si l'entreprise <sub>i</sub> a réalisé une ou plusieurs cession(s)-bail au cours de l'exercice <sub>t</sub>					
Variables	Coefficients	Z	P>  z		Signe attendu
TDETTE <sub>it-1</sub>	0,0992	2,43	0,015	**	+
VMVC <sub>it-1</sub>	-0,3504	-2,25	0,025	**	+
RLIQ <sub>it-1</sub>	-0,4585	-3,02	0,003	***	-
BETAmo <sub>it-1</sub>	0,2329	2,06	0,040	**	+
Nldicho <sub>it-1</sub>	0,0870	0,55	0,585	ns	-
LOGVM <sub>it-1</sub>	0,0796	1,87	0,062	ns	Aucun
RIMMO <sub>it-1</sub>	-0,5936	-1,46	0,143	ns	Aucun
Cons	-2,1244	-4,10	0,000		

\*\*\*, \*\*, \* indiquent respectivement des niveaux de signification à 1%, 5% ou 10%

283 entreprises, 6 années, 1698 observations

62 observations  $CB_{it}$  positives, 1636 nulles

i = entreprises, t = année

TDETTE<sub>it-1</sub> = dettes à long terme / capitaux propres

VMVC<sub>it-1</sub> = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

RLIQ<sub>it-1</sub> = actifs à court terme / dettes à court terme

BETAmo<sub>it-1</sub> = |(covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 + TDETTE)|

Nldicho<sub>it-1</sub> = 1 lorsque le taux d'impôt effectif > taux d'imposition effectif moyen

LOGVM<sub>it-1</sub> = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

RIMMO<sub>it-1</sub> = immobilisations nettes / total actif

#### 4.3.2 Sensibilité à la sélection de l'échantillon

Lors de la sélection de l'échantillon, 227 entreprises n'ont pas été retenues, parce que les données nécessaires, à l'obtention d'un panel complet pour la période 2000-2005, n'étaient pas disponibles. L'exclusion de ces 227 entreprises pouvant constituer un biais de sélection qui s'apparenterait à un biais de survie, une nouvelle collecte a été effectuée pour intégrer les entreprises pour lesquelles seules des données partielles sont disponibles. À partir des 514 entreprises canadiennes cotées à Toronto sur le TSX, 72 entreprises n'ont pas été retenues car aucune donnée n'était disponible, dans l'une des trois bases de données utilisées, pour la période d'étude. L'échantillon obtenu comporte ainsi 442 entreprises représentant un potentiel de 2652 observations (tableau 4.4), dont 97 correspondant à des exercices avec cessions-bail.

Tableau 4.4  
Description de la sélection des entreprises de l'échantillon (panel incomplet)

Entreprises canadiennes cotées à Toronto sur le TSX	514
Aucune donnée dans Stock Guide entre 1999 et 2004	-14
Aucune donnée dans Datastream entre 1998 et 2004	-38
Aucun document disponible dans Sedar entre 2000 et 2005	-20
Entreprises non retenues	-72
Échantillon (442 entreprises x 6 années = 2652 observations potentielles)	442

Les données ont été collectées, à partir des mêmes bases de données et selon les mêmes procédures que celles suivies pour les données du panel complet. Pour compléter les données manquantes dans la base de données Stock Guide, relatives aux ratios de liquidité, les données collectées pour le panel complet, à partir des états financiers disponibles dans la base de données Sedar, ont été utilisées. Pour ajuster les taux d'endettement négatifs et estimer les niveaux d'imposition, les démarches sont restées identiques.

Le tableau 4.5 présente les résultats de l'estimation, par la méthode du maximum de vraisemblance, du modèle probit, avec prise en compte d'effets aléatoires spécifiques aux entreprises

Parmi les 2652 observations potentielles, le modèle en a rejeté 548 pour lesquelles une donnée relative à au moins une des variables n'était pas disponible. Parmi ces observations rejetées, 150 concernent 25 entreprises pour lesquelles aucune observation n'était complète. Le modèle a traité 2104 observations représentant 417 entreprises. Le logarithme du maximum de vraisemblance du modèle contraint par les différentes variables indépendantes (-283,29) est significativement (Wald  $\chi^2(7) = 29,16$  et  $\text{Prob} > \chi^2 = 0,0001$ ) supérieur à celui du modèle non contraint (-367,27), ce qui indique une probabilité nulle que les variables indépendantes du modèle, prises ensemble, n'aient pas d'influence sur la variable dépendante. De plus, la variable rho est significativement différente de 0, ce qui indique qu'un traitement « panéliste » des données est pertinent comparativement à un traitement homogène qui ignore les effets spécifiques aux entreprises.

Comparativement aux résultats obtenus avec les données du panel complet (voir tableau 4.2), une seule différence significative est à noter : la variable bêta ( $\text{BETA}_{\text{mod}_{it-1}}$ ) conserve son signe positif, mais son coefficient (0,1266) ne ressort pas significativement ( $p = 0,121$ ) différent de 0.



Tableau 4.5  
Analyse multivariée, modèle probit avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises  
(panel incomplet)

Nombre d'observations					2104
Nombre de groupes					417
Observations par groupe					Minimum 1 Moyenne 5 Maximum 6
Wald chi2 (7)					29.16
Prob > chi2					0,0001
Estimation du logarithme du maximum de vraisemblance					-283,29
Test de rho = 0					0,000
Variable dépendante = $CB_{it} = 1$ si l'entreprise <sub>i</sub> a réalisé une ou plusieurs cession(s)-bail au cours de l'exercice <sub>t</sub>					
Variables	Coefficients	Z	P>  z		Signe attendu
TDETTE <sub>it-1</sub>	0,0932	2,38	0,017	**	+
VMVC <sub>it-1</sub>	-0,3738	-2,35	0,019	**	+
RLIQ <sub>it-1</sub>	-0,5005	-3,18	0,001	***	-
BETAmo <sub>it-1</sub>	0,1266	1,55	0,121	ns	+
Nidicho <sub>it-1</sub>	0,0093	0,06	0,953	ns	-
LOGVM <sub>it-1</sub>	0,1502	2,88	0,004	**	Aucun
RIMMO <sub>it-1</sub>	-0,8309	-1,91	0,056	*	Aucun
Cons	-3,0445	-4,66	0,000		

\*\*\*, \*\*, \* indiquent respectivement des niveaux de signification à 1%, 5% ou 10%

417 entreprises, 1 à 6 années, 2104 observations

86 observations  $CB_{it}$  positives, 2018 nulles

i = entreprises, t = année

TDETTE<sub>it-1</sub> = dettes à long terme / capitaux propres

VMVC<sub>it-1</sub> = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

RLIQ<sub>it-1</sub> = actifs à court terme / dettes à court terme

BETAmo<sub>it-1</sub> = |(covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 + TDETTE)|

Nidicho<sub>it-1</sub> = 1 lorsque le taux d'impôt effectif > taux d'imposition effectif moyen

LOGVM<sub>it-1</sub> = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

RIMMO<sub>it-1</sub> = immobilisations nettes / total actif

Cependant, plusieurs variables (tableau 4.6) présentent des valeurs maximales anormalement élevées, qui pourraient avoir une influence sur ces résultats.

Tableau 4.6  
Présentation des valeurs extrêmes maximales

Variables	TDETTE <sub>it-1</sub>	VMVC <sub>it-1</sub>	RLIQ <sub>it-1</sub>	BETAmod <sub>it-1</sub>
Moyennes	0,62	2,16	2,55	0,60
Valeurs les plus hautes	19,25	31,35	62,55	4,74
	24,09	32,91	67,39	4,77
	25,51	41,96	98,90	6,94
	34,81	273,37	129,44	16,77

TDETTE<sub>it-1</sub> = dettes à long terme / capitaux propres

VMVC<sub>it-1</sub> = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

RLIQ<sub>it-1</sub> = actifs à court terme / dettes à court terme

BETAmod<sub>it-1</sub> = |(covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 + TDETTE)|

Pour vérifier l'influence des valeurs extrêmes, le modèle est testé en retirant ces valeurs (tableau 4.7).

Tableau 4.7  
Valeurs extrêmes retirées

Variables	TDETTE <sub>it-1</sub>	VMVC <sub>it-1</sub>	RLIQ <sub>it-1</sub>	BETAmod <sub>it-1</sub>
Valeurs les plus hautes	34,81	273,37	129,44	16,77

Le tableau 4.8 présente les résultats obtenus après le retrait des valeurs extrêmes. Le logarithme du maximum de vraisemblance du modèle contraint par les différentes variables indépendantes (-282,47) est significativement (Wald chi2 (7) = 29,94 et Prob > chi2 = 0,0001) supérieur à celui du modèle non contraint (-367,27), ce qui indique une probabilité nulle que les variables indépendantes du modèle, prises ensemble, n'aient pas d'influence sur la variable dépendante. De plus, la variable rho est significativement différente de 0, ce qui indique qu'un traitement « panéliste » des données est pertinent comparativement à un traitement homogène qui ignore les effets spécifiques aux entreprises.

Comparativement aux résultats obtenus avec les données de panel complètes (voir tableau 4.2), aucune différence significative n'est à noter : les variables explicatives significatives sont de mêmes signes, et de mêmes niveaux de signification. Les résultats ne semblent donc pas sensibles aux données incomplètes non retenues.

Tableau 4.8  
Analyse multivariée, modèle probit avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises  
(panel incomplet et valeurs extrêmes retirées)

Nombre d'observations					2101
Nombre de groupes					417
Observations par groupe					Minimum 1 Moyenne 5 Maximum 6
Wald chi2 (7)					29,94
Prob > chi2					0,0001
Estimation du logarithme du maximum de vraisemblance					-282,47
Test de rho = 0					0,000
Variable dépendante = $CB_{it} = 1$ si l'entreprise <sub>i</sub> a réalisé une ou plusieurs cession(s)-bail au cours de l'exercice <sub>t</sub>					
Variables	Coefficients	Z	P>  z		Signe attendu
TDETTE <sub>it-1</sub>	0,0991	2,40	0,016	**	+
VMVC <sub>it-1</sub>	-0,3810	-2,40	0,016	**	+
RLIQ <sub>it-1</sub>	-0,5145	-3,27	0,001	***	-
BETAmo <sub>it-1</sub>	0,2238	1,98	0,048	**	+
NIdicho <sub>it-1</sub>	0,0250	0,16	0,876	ns	-
LOGVM <sub>it-1</sub>	0,1488	2,88	0,004	***	Aucun
RIMMO <sub>it-1</sub>	-0,7796	-1,79	0,073	*	Aucun
Cons	-3,0649	-4,75	0,000		

\*\*\*, \*\*, \* indiquent respectivement des niveaux de signification à 1%, 5% ou 10%

417 entreprises, 1 à 6 années, 2101 observations

85 observations  $CB_{it}$  positives, 2016 nulles

i = entreprises, t = année

TDETTE<sub>it-1</sub> = dettes à long terme / capitaux propres

VMVC<sub>it-1</sub> = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

RLIQ<sub>it-1</sub> = actifs à court terme / dettes à court terme

BETAmo<sub>it-1</sub> = |(covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 + TDETTE)|

NIdicho<sub>it-1</sub> = 1 lorsque le taux d'impôt effectif > taux d'imposition effectif moyen

LOGVM<sub>it-1</sub> = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

RIMMO<sub>it-1</sub> = immobilisations nettes / total actif

#### 4.3.3 Sensibilité aux mesures de certaines variables

Ces tests ont pour objectif de montrer si les résultats sont sensibles à la manière dont certaines variables ont été mesurées. Le tableau 4.9 présente les résultats obtenus, alors que les taux d'endettement négatifs sont conservés, et le tableau 4.10 présente les résultats obtenus, alors que la variable dichotomique (NI<sub>dicho</sub>) qui mesure le niveau d'imposition est remplacée par une variable continue (NI<sub>cont</sub>), correspondant au ratio de la charge ou de l'économie d'impôt, sur le résultat avant impôt.

Les deux tests (tableaux 4.9 et 4.10) montrent que ni la modification apportée aux taux d'endettement négatifs (25 observations), ni une mesure différente de la situation fiscale de l'entreprise n'a d'influence sur les signes des coefficients et leurs niveaux de signification. Les résultats n'apparaissent donc pas sensibles aux mesures de ces variables.

Tableau 4.9  
Analyse multivariée, modèle probit avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises,  
avec conservation des taux d'endettement négatifs

Nombre d'observations					1722
Nombre de groupes					287
Observations par groupe					6
Wald chi2 (7)					29,51
Prob > chi2					0,0001
Estimation du logarithme du maximum de vraisemblance					-261,05
Test de rho = 0					0,000
Variable dépendante = $CB_{it} = 1$ si l'entreprise <sub>i</sub> a réalisé une ou plusieurs cession(s)-bail au cours de l'exercice <sub>i</sub>					
Variables	Coefficients	Z	P>  z		Signe attendu
TDETTE <sub>it-1</sub>	0,0817	2,30	0,021	**	+
VMVC <sub>it-1</sub>	-0,4448	-2,53	0,012	**	+
RLIQ <sub>it-1</sub>	-0,5847	-3,29	0,001	***	-
BETAmo <sub>it-1</sub>	0,2333	1,96	0,049	**	+
NI <sub>it-1</sub>	0,0208	0,12	0,902	ns	-
LOGVM <sub>it-1</sub>	0,1371	2,66	0,008	***	Aucun
RIMMO <sub>it-1</sub>	-0,9887	-2,05	0,040	**	Aucun
Cons	-2,5609	-4,06	0,000		

\*\*\*, \*\*, \* indiquent respectivement des niveaux de signification à 1%, 5% ou 10%

287 entreprises, 6 années, 1722 observations

83 observations  $CB_{it}$  positives, 1639 nulles

i = entreprises, t = année

TDETTE<sub>it-1</sub> = dettes à long terme / capitaux propres

VMVC<sub>it-1</sub> = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

RLIQ<sub>it-1</sub> = actifs à court terme / dettes à court terme

BETAmo<sub>it-1</sub> = |(covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 + TDETTE)|

NI<sub>it-1</sub> = 1 lorsque le taux d'impôt effectif > taux d'imposition effectif moyen

LOGVM<sub>it-1</sub> = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

RIMMO<sub>it-1</sub> = immobilisations nettes / total actif

Tableau 4.10  
Analyse multivariée, modèle probit avec effets aléatoires spécifiques aux entreprises,  
avec variable fiscale continue

Nombre d'observations					1722
Nombre de groupes					287
Observations par groupe					6
Wald chi2 (7)					31,40
Prob > chi2					0,0001
Estimation du logarithme du maximum de vraisemblance					-259.00
Test de rho = 0					0,000
Variable dépendante = $CB_{it} = 1$ si l'entreprise <sub>i</sub> a réalisé une ou plusieurs cession(s)-bail au cours de l'exercice <sub>t</sub>					
Variables	Coefficients	Z	P>  z		Signe attendu
$TDETTE_{it-1}$	0,0883	2,42	0,016	**	+
$VMVC_{it-1}$	-0,4545	-2,56	0,010	***	+
$RLIQ_{it-1}$	-0,5688	-3,21	0,001	***	-
$BETA_{mod, it-1}$	0,2366	2,01	0,045	**	+
$NI_{cont, it-1}$	-0,0613	-1,50	0,134	ns	-
$LOGVM_{it-1}$	0,1405	2,74	0,006	***	Aucun
$RIMMO_{it-1}$	-0,9131	-1,90	0,058	*	Aucun
Cons	-2,6234	-4,17	0,000		

\*\*\*, \*\*, \* indiquent respectivement des niveaux de signification à 1%, 5% ou 10%

287 entreprises, 6 années, 1722 observations

83 observations  $CB_{it}$  positives, 1639 nulles

i = entreprises, t = année

$TDETTE_{it-1}$  = dettes à long terme / capitaux propres

$VMVC_{it-1}$  = valeur de marché des actifs / valeur comptable des actifs

$RLIQ_{it-1}$  = actifs à court terme / dettes à court terme

$BETA_{mod, it-1}$  = |(covariance des rendements (titre, marché) / variance du rendement du marché) / (1 +  $TDETTE$ )|

$NI_{cont, it-1}$  = ratio de la charge ou de l'économie d'impôt sur le résultat avant impôt

$LOGVM_{it-1}$  = logarithme naturel de la valeur de marché des capitaux propres

$RIMMO_{it-1}$  = immobilisations nettes / total actif

#### 4.3.4 Sensibilité au choix du modèle et son mode d'estimation

L'utilisation d'un mode alternatif d'estimation du modèle (GEE population-averaged) ou le choix d'un modèle de type logit avec prise en compte d'effets aléatoires spécifiques aux entreprises ne modifient ni les signes, ni les niveaux de signification des coefficients.

#### 4.4 Conclusion relative aux résultats

L'analyse univariée montre que les entreprises qui réalisent des cessions-bail sont parfois significativement différentes de celles qui n'en réalisent pas, indépendamment du fait que les entreprises d'un groupe ou de l'autre, accèdent à toute autre forme de financement. En moyenne, elles apparaissent plus endettées, disposent de moins de liquidités, et la valeur de marché de leurs opportunités de croissance est plus faible. Par contre, leurs niveaux d'imposition, comme leurs risques d'exploitation ne ressortent pas différents.

Les analyses multivariées montrent que conformément à plusieurs hypothèses, la probabilité de réaliser une cession-bail est plus forte pour les entreprises fortement endettées ( $H_{a1}$ ), dont les coûts de détresse financière sont plus élevés, pour celles qui disposent de moins de liquidités ( $H_{a3}$ ), et pour celles dont le risque d'exploitation est plus élevé ( $H_{a4}$ ). Par contre, contrairement à l'hypothèse  $H_{a2}$ , la probabilité de réaliser une cession-bail ressort plus forte pour les entreprises disposant de moins d'opportunités de croissance, les cessions-bail n'apparaissent pas comme un mode de financement des opportunités de croissance des vendeurs-preneurs. Enfin, la probabilité de faire ce type de transaction ne semble pas associée au niveau d'imposition du vendeur-preneur, alors que l'hypothèse  $H_{a5}$  prévoit une association négative.

Ces résultats semblent robustes, ils n'apparaissent pas sensibles au poids des entreprises de l'échantillon qui réalisent de multiples cessions-bail au cours de la période, à la manière dont l'échantillon a été sélectionné, aux mesures des variables, au mode d'estimation du modèle et au modèle choisi.

## CONCLUSION

L'identification d'un ensemble de déterminants susceptibles d'expliquer le recours à une transaction de cession-bail constitue l'objet de la thèse. Les résultats montrent qu'une telle transaction est déterminée par les coûts de détresse financière du vendeur-preneur, son niveau de liquidité, son risque d'exploitation et l'absence d'opportunités de croissance; elle ne semble pas déterminée par sa situation fiscale. Ces transactions sont donc faites par des entreprises plus faibles financièrement, plus risquées et ne disposant pas d'opportunités de croissance. Par rapport aux études précédentes, la principale contribution de ce travail est double. Le travail identifie un ensemble de déterminants qui explique le recours aux cessions-bail, alors que les études précédentes s'attachaient à montrer l'influence de cette transaction sur la valeur pour l'actionnaire. D'autre part, il montre qu'au regard de ces déterminants, les entreprises qui font des cessions-bail sont significativement différentes par rapport à celles qui n'en font pas.

Apparemment, cette thèse est la première à identifier un ensemble de déterminants des cessions-bail. Avec ses résultats relatifs aux coûts de détresse financière, elle contribue à la confirmation de ceux de la littérature relative aux recours à la location et aux cessions-bail; par sa méthodologie, elle contribue à les renforcer. Par contre, avec ses résultats qui ne montrent pas d'avantage fiscal, elle vient infirmer ceux de cette littérature. D'un point de vue opérationnel, elle indique aux entreprises susceptibles de réaliser une cession-bail, quels sont les facteurs à prendre en considération pour en évaluer la pertinence : coûts de détresse financière importants, faibles niveaux de liquidités, opportunités de croissance peu valorisées par les marchés et risques d'exploitation élevés. D'autre part, elle indiquerait aux investisseurs qu'une cession-bail est plutôt un indicateur de faiblesse financière et d'absence d'opportunités de croissance.

La thèse ouvre plusieurs perspectives de recherche. D'une part, elle pose des questions relatives à l'interprétation de la relation négative entre l'avantage de réaliser une cession-bail et les opportunités de croissance : les vendeurs-preneurs sont-ils des entreprises matures, en phase de déclin, ne disposant pas d'opportunités de croissance, sont-ils sujets à une forte sous-évaluation par les marchés de leurs opportunités de croissance ? D'autre part, il reste



nécessaire de comprendre à quelles conditions une cession-bail est susceptible d'être plus ou moins créatrice de valeur, pour les entreprises de l'échantillon.

Cette thèse comporte certaines limites essentiellement liées à la disponibilité des données. Premièrement, les entreprises ayant connu une situation de faillite, ayant disparu ou ayant fait l'objet d'une acquisition, pendant la période de l'étude, ne sont pas répertoriées dans la base de données. Ces entreprises pourraient avoir fait une cession-bail préalablement à leur situation de faillite, mais ne font pas partie de l'échantillon. L'influence qu'auraient eue ces entreprises sur les résultats reste à déterminer. Deuxièmement, à défaut de pouvoir observer l'avantage de faire une cession-bail, c'est la réalisation d'une telle transaction qui a été observée. Cette méthode suppose que ces transactions ne sont réalisées que lorsqu'un avantage économique y est associé, et qu'en l'absence de réalisation aucun avantage n'y aurait été associé. Or, il est théoriquement concevable que des gestionnaires aient des pratiques de surinvestissement, lorsqu'ils ont accès à des capitaux à moindres coûts, hors des marchés financiers. Dans ces conditions, réalisée pour financer des projets à rendement négatif, une cession-bail ne constituerait pas un avantage économique pour les actionnaires du vendeur-preneur. La méthodologie adoptée ne permet pas d'identifier de telles situations. Troisièmement, il n'est pas possible d'affirmer que toutes les cessions-bail, réalisées pendant la période d'étude de 2000 à 2005 par les 287 entreprises de l'échantillon, ont été identifiées d'une manière exhaustive, puisque leur divulgation dans les états financiers n'est pas obligatoire. Enfin, quatrièmement, les mesures de certaines variables peuvent incorporer de l'information non pertinente, mais n'ont pu être corrigées, faute de disposer de l'information nécessaire sur toute la période d'étude. Le ratio des actifs nets immobilisés sur le total de l'actif prend en compte des actifs immobilisés qui ne pourraient pas être cédés, comme les améliorations locatives ou les actifs faisant l'objet de contrats de location-acquisition. Le taux d'imposition effectif ne distingue pas entre l'impôt payable et l'impôt différé. Pratiquement, les informations nécessaires à la correction de ces données ne sont pas disponibles d'une manière uniforme dans les états financiers de l'ensemble des entreprises de l'échantillon, pour la période d'étude de 1999 à 2005.

## BIBLIOGRAPHIE

- Aivazian V. A., Ge Y. et Qiu J. 2005. Debt Maturity Structure and Firm Investment, *Financial Management*, vol. 34, n. 4, p. 107-119.
- Alvayay J. R., Rutherford R. C. et Smith W. S. 1995. Tax rules and the sale and leaseback of corporate real estate, *Real Estate Economics*, vol. 23, n. 2, p. 207-238.
- Barclay M. J. et Smith C. W. Jr. 1995a. The maturity structure of corporate debt, *The Journal of Finance*, vol. 50, n. 2, p. 609-631.
- Barclay M. J. et Smith C. W. Jr. 1995b. The priority structure of corporate liabilities, *The Journal of Finance*, vol. 50, n. 3, p. 899-917.
- Barclay M. J., Smith C. W. Jr et Morellec E. 2006. On the Debt Capacity of Growth Options\*, *The Journal of Business*, vol. 79, n. 1, p. 37-59.
- Barnea A., Haugen R. A. et Senbet L. W. 1980. A Rationale for Debt Maturity Structure and Call Provisions in the Agency Theoretic Framework, *The Journal of Finance*, vol. 35, n. 5, p. 1223-1234.
- Bates T. W. 2005. Asset Sales, Investment Opportunities, and the Use of Proceeds, *The Journal of Finance*, vol. 60, n. 1, p. 105-135.
- Chen S., Jen F. C. et Choi D. 1999. The Determination of the Seniority Structure of Debt: Theory and Evidence, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, vol. 13, n. 1, p. 5-28.
- Cronstedt C., Gustafsson L. et Lindblad M. 1988. The Advantages of Aircraft Financing in Sweden, *International Financial Law Review*, vol. 7, n. 11, p. 29-34.
- Damodaran A. 2001. *Corporate Finance*, John Wiley & Sons, Inc.
- Devaney S. et Lizieri C. 2004. Sale and leaseback, asset outsourcing and capital market impacts, *Journal of Corporate Real Estate*, vol. 6, n. 2, p. 118-132.
- Diamond D. W. 1991. Debt Maturity Structure and Liquidity Risk, *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 106, n. 3, p. 709-737.
- Duke J. C., Franz D. P., Hunt H. G. III et Toy D. R. 2002. Firm-specific determinants of off-balance sheet leasing: A test of the Smith/Wakeman model, *Journal of Business and Management*, vol. 8, n. 4, p. 335-353.
- El-Gazzar S., Lilien S. et Pastena V. 1986. Accounting for Leases by Lessees, *Journal of Accounting & Economics*, vol. 8, n. 3, p. 217-237.
- El-Gazzar S. M. et Jaggi B. L. 1997. Transition period of mandated accounting changes--timing of adoption and economic consequences: The case of SFAS No.13, *Journal of Business Finance & Accounting*, vol. 24, n. 2, p. 293-307.

- El-Gazzar S. M. 1993. Stock market effects of the closeness to debt covenant restrictions resulting from capitalization of leases, *The Accounting Review*, vol. 68, n. 2, p. 258-272.
- Ely K. M. 1995. Operating lease accounting and the market's assessment of equity risk, *Journal of Accounting Research*, vol. 33, n. 2, p. 397-415.
- Ezzell J. R. et Vora P. P. 2001. Leasing versus purchasing: Direct evidence on a corporation's motivations for leasing and consequences of leasing, *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 41, n. 1, p. 33-47.
- Fisher L. M. 2004. The Wealth Effects of Sale and Leasebacks: New Evidence, *Real Estate Economics*, vol. 32, n. 4, p. 619-643.
- Flannery M. J. 1986. Asymmetric Information and Risky Debt Maturity Choice, *The Journal of Finance*, vol. 41, n. 1, p. 19-37.
- Flannery M. J. et Rangan K. P. 2006. Partial adjustment toward target capital structures, *Journal of Financial Economics*, vol. 79, n. 3, p. 469-506.
- Godfrey J. M. et Warren S. M. (1995). Lessee reactions to regulation of accounting for leases, *Abacus*, vol. 31, n. 2, p. 201-228.
- Graham J. R. 1996. Debt and the marginal tax rate, *Journal of Financial Economics*, vol. 41, n. 1, p. 41-73.
- Graham J. R. 2003. Taxes and Corporate Finance: A Review, *The Review of Financial Studies*, vol. 16, n. 4, p. 1075-1129.
- Graham J. R., Lemmon M. L. et Schallheim J. S. 1998. Debt, leases, taxes, and the endogeneity of corporate tax status, *The Journal of Finance*, vol. 53, n. 1, p. 131-162.
- Gritta R. D., Lippman E. et Chow G. 1994. The impact of the capitalization of leases on airline financial analysis: An issue revisited, *Logistics and Transportation Review*, vol. 30, n. 2, p. 189-202.
- Guedes J. et Opler T. 1996. The determinants of the maturity of corporate debt issues, *The Journal of Finance*, vol. 51, n. 5, p. 1809-1833.
- Hamada R. S. (1972). The Effect of the Firm's Capital Structure on the Systematic Risk of Common Stocks, *The Journal of Finance*, vol. 27, n. 2, p. 435-452.
- Harris M. et Raviv A. 1991. The Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*, vol. 46, n. 1, p. 297-355.
- Hovakimian A., Opler T. et Titman S. 2001. The debt-equity choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 36, n. 1, p. 1-24.
- Imhoff E. A. Jr, Lipe R. et Wright D. W. 1993. The effects of recognition versus disclosure on shareholder risk and executive compensation, *Journal of Accounting, Auditing & Finance*, vol. 8, n. 4, p. 335-368.

- Imhoff E. A., Jr. et Thomas J. K. 1988. Economic Consequences of Accounting Standards: The Lease Disclosure Rule Change, *Journal of Accounting & Economics*, vol. 10, n. 4, p. 277-301.
- Jensen M. C. 1986. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *The American Economic Review*, vol. 76, n. 2, p. 323-329.
- Jensen M. C. et Meckling W. H. 1976. Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 3, n. 4, p. 305-360.
- Johnson S. A. 2003. Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage, *The Review of Financial Studies*, vol. 16, n. 1, p. 209-235.
- Kang S. et Long M. S. (2001). The fixed payment financing decision - To borrow or lease, *Review of Financial Economics*, vol. 10, n. 1, p. 41-55.
- Kim E. H., Lewellen W. G. et McConnell J. J. 1978. Sale-and-Leaseback Agreements and Enterprise Valuation, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, vol. 13, n. 5, p. 871-883.
- Krishnan V. S. et Moyer R. C. 1994. Bankruptcy costs and the financial leasing decision, *Financial Management*, vol. 23, n. 2, p. 31-42.
- Lewellen W. G., Long M. S. et McConnell J. J. 1976. Asset Leasing in Competitive Capital Markets, *The Journal of Finance*, vol. 31, n. 3, p. 787-798.
- Miller M. H. et Upton C. W. 1976. Leasing, Buying, and the Cost of Capital Services, *The Journal of Finance*, vol. 31, n. 3, p. 761-786.
- Modigliani F. et Miller M. H. 1958. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, *The American Economic Review*, vol. 48, n. 3, p. 261-297.
- Moyer R. C. et Krishnan V. S. 1995. Sale and leaseback transactions: The case of electric utilities, *Quarterly Journal of Business and Economics*, vol. 34, n. 4, p. 46-59.
- Myers S. C. 1977. Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, vol. 5, n. p. 147-175.
- Myers S. C., Dill D. A. et Bautista A. J. 1976. Valuation of Financial Lease Contracts, *The Journal of Finance*, vol. 31, n. 3, p. 799-819.
- Myers S. C. et Majluf N. S. 1984. Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, vol. 13, n. 2, p. 187-221.
- Neyman J. et Scott E. 1948. Consistent Estimates Based on Partially Consistent Observations, *Econometrica*, vol. n. 16, p. 1-32.
- Rutherford R. C. 1990. Empirical Evidence on Shareholder Value and the Sale-Leaseback of Corporate Real Estate, *AREUEA Journal*, vol. 18, n. 4, p. 522-529.

- Rutherford R. C. 1992. The impact of sale-leasebacks transactions on bondholder and shareholder wealth, *Review of Financial Economics*, vol. 2, n. 1, p. 75-80.
- Scott J. H. Jr. 1977. Bankruptcy, Secured Debt, and Optimal Capital Structure, *The Journal of Finance*, vol. 32, n. 1, p. 1-19.
- Shanker L. 1997. Tax effects and the leasing decisions of Canadian corporations, *Revue Canadienne des Sciences de l'Administration*, vol. 14, n. 2, p. 195-209.
- Sharpe W. F. (1964. Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, *The Journal of Finance*, vol. 19, n. 3, p. 425-442.
- Shyam-Sunder L. et Myers S. C. 1999. Testing static tradeoff against pecking order models of capital structure, *Journal of Financial Economics*, vol. 51, n. 2, p. 219-244.
- Slovin M. B., Sushka M. E. et Polonchek J. A. 1990. Corporate Sale-And-Leasebacks And Shareholder Wealth, *The Journal of Finance*, vol. 45, n. 1, p. 289-299.
- Smith C. W. Jr, Wakeman L. M. et Hawkins G. D. 1985. Determinants of Corporate Leasing Policy/Discussion, *The Journal of Finance*, vol. 40, n. 3, p. 895-908.
- Smith C. W. Jr. et Warner J. B. 1979. On Financial Contracting: An Analysis of Bond Covenants, *Journal of Financial Economics*, vol. 7, n. 2, p. 117-161.
- Stohs M. H. et Mauer D. C. 1996. The determinants of corporate debt maturity structure, *The Journal of Business*, vol. 69, n. 3, p. 279-312.
- Stulz R. M. et Johnson H. 1985. An Analysis of Secured Debt, *Journal of Financial Economics*, vol. 14, n. 4, p. 501-521.
- Grönlund T., Louko A. et Vaihekoski M. 2004. Corporate Real Estate Sale and Leaseback Effect : Empirical Evidence from Europe, *SSRN*, vol. n. p. 1-28.

APPENDICE A

EXTRAITS D'ANNONCES DE CESSIONS-BAIL FAITES DANS LA PRESSE  
D'AFFAIRES CANADIENNE EN 2005

ID Biomedical (TSX : IDB) vend deux laboratoires de vaccin, à Alexandria Real Estate Equities Inc, pour 50 millions de dollars, dans le but d'investir dans des programmes de recherche et développement et commerciaux<sup>17</sup>

Datec Group (TSX : DGL) vend cinq propriétés immobilières aux îles Fidji, et en loue deux, pour un montant de 2 millions de dollars, pour réduire sa dette et contribuer à son fonds de roulement<sup>18</sup>

Spectra Premium (TSX : SPD) vend deux immeubles, à des investisseurs étrangers et GE Commercial Finance, pour 44 millions de dollars, dans le but de réduire sa dette bancaire, d'obtenir un impact positif sur son bilan, d'avoir plus de flexibilité et de financer des plans d'expansion<sup>19</sup>

La Banque de Montréal vend un immeuble à Calgary, pour être cohérente avec sa stratégie de louer, plutôt que d'être propriétaire<sup>20</sup>

Le Groupe Jean Coutu (TSX : PJC) vend une trentaine de bâtiments pour 111,7 millions de dollars, dans le but de rembourser une partie de sa dette garantie et d'être ainsi moins endetté<sup>21</sup>

LAB International Inc (TSX : LAB) vend ses bâtiments de recherche et développement pour 7,8 millions de dollars, dans le but d'éliminer des dettes, de renforcer le bilan et d'avoir des fonds à consacrer à la recherche et développement et assurer sa croissance<sup>22</sup>

Neurochem (TSX : NRM) vend son campus de Laval (Qc) pour 32 millions de dollars, dont une partie est consacrée au remboursement d'une dette de 9,8 millions de dollars liée au bien, dans le but de renforcer son bilan et sa trésorerie, alors que le développement de plusieurs produits avance et approche de leur mise en marché<sup>23</sup>

---

<sup>17</sup> ID Biomedical / Canadian Press NewsWire, Toronto, 04 janvier 2005.

<sup>18</sup> Datec Group / Canada NewsWire, Ottawa, 01 avril 2005.

<sup>19</sup> Spectra Premium / Canada NewsWire, Ottawa, 28 avril 2005.

<sup>20</sup> Banque de Montréal / Daily Commercial News and Construction Record, 17 juin 2005, Vol.78, Iss. 117, page 4.

<sup>21</sup> Le Groupe Jean Coutu / CCNMatthews Newswire, Toronto, 07 octobre 2005.

<sup>22</sup> LAB International Inc / Canada NewsWire, Ottawa, 13 octobre 2005.

<sup>23</sup> Neurochem / Canada NewsWire, Ottawa, 08 novembre 2005.

Canadian Tire (TSX : CTR) vend deux centres de distribution pour 229 millions de dollars, qui seront utilisés à des initiatives stratégiques prévues dans le plan stratégique 2005-2009<sup>24</sup>.

---

<sup>24</sup> Canadian Tire / Canada NewsWire, Ottawa, 29 novembre 2005.